Содержание

Введение…………………………………………………………………………..3

Глава 1. Основы организации рынка корпоративных облигаций в России….5

* 1. Понятие корпоративных облигаций…………………………………….5
	2. Возникновение и основные этапы эволюции рынка корпоративных ценных бумаг……………………………………………………………..8
	3. Виды корпоративных облигаций……………………………………….14
	4. Нормативно-правовая база регулирования рынка корпоративных облигаций в России………………………………………………………41

Глава 2. Анализ деятельности субъектов российского рынка корпоративных облигаций………………………………………………………………………..52

* 1. Анализ положительных и отрицательных факторов, влияющих на развитие рынка корпоративных облигаций в России…………………52
	2. Роль и значение фондовой биржи на первичном и вторичном рынке корпоративных облигаций………………………………………………60
	3. Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций. Первичный и вторичный рынки корпоративных облигаций…………67
	4. Налоговый режим корпоративных облигаций…………………………75

Глава 3. Перспективы и совершенствование организации рынка корпоративных облигаций……………………………………………………..80

* 1. Перспективы развития рынка корпоративных облигаций в России….80
	2. Совершенствование организации рынка корпоративных облигаций…86

Заключение………………………………………………………………………90

Список используемой литературы……………………………………………..94

Введение

 Тема дипломной работы – «Корпоративные облигации в России». Актуальность исследуемой темы заключается в том, что на сегодняшний день объем рынка корпоративных облигаций составляет 60 млрд. руб. и можно ожидать, что в течение ближайших 2-3 лет, а при благоприятных обстоятельствах и менее рынок корпоративных облигаций будет сопоставим по объему с рынком государственных ценных бумаг. Рост ликвидности, прозрачности эмитентов, появление разнообразного рода рублевых облигаций в свою очередь приведут к тому, что расшириться состав инвесторов на рынке корпоративных долговых бумаг. По мнению автора дипломной работы в их состав войдут пенсионные фонды, страховые компании, фонды доверительного управления и физические лица, которые пока неохотно покупают облигации корпоративного сектора. В то же время для участников финансового рынка, которые заинтересованы в первую очередь в умеренном риске вложений (в частности, физических лиц) такие инвестиции выглядят более привлекательными и адекватными по сравнению с вложениями в акции. Кроме того, рынок корпоративных облигаций развивается и основное событие – это появление вторичного рынка облигаций, что говорит о необратимости процессов динамического развития сегмента корпоративных облигаций.

 Цель дипломной работы – всестороннее освещение аспектов рынка корпоративных облигаций.

 Для достижения указанной цели автором ставиться ряд задач:

1. Определить понятие корпоративной облигации;
2. Охарактеризовать эволюцию рынка корпоративных облигаций в России, обозначить основные этапы его развития;
3. Дать характеристику существующим видам корпоративных облигаций;
4. Проанализировать нормативно-правовую базу и последние изменения (на 2002 г.) в законодательстве, касающиеся операций с корпоративными облигациями;
5. Проанализировать положительные и отрицательные факторы, определяющие развитие рынка корпоративных облигаций;
6. Сформулировать цели, роль и задачи фондовой биржи на рынке корпоративных облигаций;
7. Определить первичный и вторичный рынки корпоративных облигаций;
8. Рассмотреть деятельность инвестиционного банка, инвестиционных компаний и синдикатов на рынке облигаций корпоративного сектора;
9. Обозначить перспективы развития и совершенствования организации рынка облигаций в России.

Дипломная работа разделена три главы. В первой главе представлены теоретико-практические аспекты регулирования корпоративных облигаций в России. Вторая глава носит практический характер, в ней рассматривается роль фондовой бирже на рынке облигаций, анализ положительных и отрицательных сторон рынка облигаций. В третьей главе рассматриваются перспективы развития и направления совершенствования рынка корпоративных облигаций в России.

Вопросы, связанные с проблемами формирования и развития рынка корпоративных облигаций пока не получили достаточного освещения в отечественной литературе. В силу этого данное исследование в значительной степени опирается на западную литературу, посвященную проблематике развития рынков корпоративных облигаций в различных странах. Среди западных исследований, использованных в дипломной работе, следует отметить исследования Андерсона С.В., Даллы и Каткате, Демиргук-Кунта и Левайна, Фабоцци, Хакансона, Диамонда, Мишкина, Виттаса и др. В диссертации использованы также работы российских исследователей, посвященные различным аспектам развития российской финансовой системы, важным в контексте развития рынка корпоративных облигаций. Использованы работы Попова В., Матовникова М., Буклемишева О.В., Миркина Я., С.В. Лялина.

Глава 1. Основы организации рынка корпоративных облигаций в России.

* 1. Понятие корпоративных облигаций

Особым видом корпоративных ценных бумаг являются корпоративные облигации.

Облигация – это долговая ценная бумага, серийное долговое обязательство. Облигации выпускаются в рамках облигационного займа – сериями (траншами), которые состоят из ценных бумаг, равных между собою по объему предоставляемых прав.

Корпоративные облигации представляют собой ценные бумаги, выпускаемые компанией, представляющие собой срочные долговые обязательства компании перед их владельцем и дающие владельцу право на получение гарантированного дохода в виде процента.

Номинальная стоимость облигации – это стоимость, обозначенная на облигации и удостоверяющая размеры основного долга по ней. Курс облигации определяется в процентах к номиналу, например, при курсе тысячерублевой облигации в 97% ее рыночная цена составит 970 руб. Изменение курса облигации выражается в пунктах. Например, возрастание курса на 3 пункта означает, что облигация подорожала на 3%. Облигация может быть продана по курсу выше или ниже номинала. В первом случае говорят, что она продана “с премией”, во втором – “с дисконтом”. Дисконт (как и премия) – это разница между продажной ценой и номиналом облигации: в случае с премией это разница положительная, а в случае с дисконтом – отрицательная.

Корпоративная облигация отличается от акции тем, что её владелец не является участником акционерного общества и не имеет права голоса. Как правило, облигации продаются и покупаются на фондовой бирже по курсу, зависящему от спроса и предложения на них, а также от приносимого ими дохода.

Обычно корпоративная облигация обладает фиксированным доходом. Её эмитент обязуется выплатить держателю фиксированную сумму капитала в определённый момент в будущем, а также с определенной периодичностью выплачивать купонный процент.

Чем выше размер купонного процента, тем выше доходность облигации. Величина купонного процента зависит, в первую очередь, от имиджа, надежности эмитента. Малоизвестный, сомнительный эмитент может привлечь инвесторов только высокой процентной ставкой, тогда как облигации эмитента с солидной репутацией будут расходится и при небольшом купоне.

Компания, решившая выпустить облигации, должна определить форму, сроки и иные условия погашения облигаций. Номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала компании либо величину обеспечения облигаций.

«В отличие от акций, корпоративные облигации могут выпускать не только акционерные общества, но любые коммерческие организации. Рынок облигаций очень перспективен, однако сейчас на российском рынке ценных бумаг корпоративные облигации занимают скромное место. Корпоративные облигационные займы характеризуются небольшими объемами эмиссии. За 1992-1997 годы было зарегистрировано лишь 259 выпусков на общую сумму около 6 млрд. рублей по номинальной стоимости, в 1998 году – еще 93, причём большинство из них пришлось на облигации телефонных займов в рамках президентской программы “Российский народный телефон” и на конвертируемые облигации. Облигации выпускали в основном крупные акционерные общества (с числом не менее 3000 работников), а также те, в которых доля государственной или муниципальной собственности достигала 38-51%».[[1]](#footnote-1)

Сегодня компании прибегают к организации и размещению облигационных займов, когда у них возникает потребность в дополнительных финансовых средствах.

Хотя явным преимуществом эмиссии корпоративных облигаций (неконвертируемых) является сохранение действующими акционерами корпоративного контроля, эмитенту приходится нести определенные обязательства по выплатам и погашению облигаций, установленные по условиям их выпуска. Пойти на это могут лишь компании, имеющие устойчиво высокую рентабельность. Кроме того, для поддержания инвестиционной привлекательности ценных бумаг сами условия выпуска должны быть не хуже, чем условия, предлагаемые другими структурами (включая государство), осуществляющими выпуск долговых обязательств.

Наличие большого числа сдерживающих факторов вовсе не означает, что у рынка корпоративных облигаций нет будущего. Российские предприятия испытывают огромную потребность в инвестициях, и облигации могут потенциально стать одним из наиболее эффективных инструментов привлечения средств, особенно в сложившейся ситуации, когда подорвано доверие инвесторов к государственным ценным бумагам.

«Вплоть до 1997 г. выпуск корпоративных облигаций сдерживался высокой инфляцией и дороговизной заемных средств. На внутреннем рынке заимствований доминирующее положение занимало Министерство финансов, поддерживающее доходность по эмитируемым им ценным бумагам на уровне, недоступном для корпоративных эмитентов».[[2]](#footnote-2)

После событий августа 1998 года ситуация достаточно серьезно изменилась, и в настоящее время выпуск облигаций содержит целый ряд привлекательных черт для компании – эмитента:

1. посредством их размещения компания может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства держателей облигаций в управление финансово-хозяйственной деятельности заемщика;
2. возможен выпуск облигаций под реализацию конкретного проекта (внедрение новой технологии, расширение производства, вывод в производство нового изделия и т. д.);
3. одновременно с привлечением средств под новые проекты можно получить дополнительные финансовые ресурсы для увеличения объёма производства и реализации основной продукции. Можно встретить, например, автомобильные, квартирные, телефонные облигации;
4. возможна эмиссия облигаций для реструктуризации своей задолженности перед бюджетом путем выпуска ценных бумаг – акций или облигаций в пределах сумм долга;
5. при выпуске еврооблигаций появляется реальная возможность прямого выхода предприятия на западных инвесторов.
	1. Возникновение и основные этапы эволюции рынка корпоративных ценных бумаг.

Традиционно выделяют два этапа в эволюции рынка корпоративных облигаций в России:

1. 1996- август 1998 гг. – этап формирования.
2. август 1998 – настоящее время – этап активного развития.

Однако некоторые ученые (П.А. Метчиков, С.А. Гарилин, В.В. Нитецкий и др.) полагают, что рынок корпоративных облигаций начал действовать в России с 1999 г.

В 1996—1997 гг. российскими предприятиями и банками началось активное привлечение средств на международных финансовых рынках. Заимствования осуществлялись как с помощью капитальных (ADS, ADR), так и разнообразных долговых инструментов, привычных для иностранных инвесторов: синдицированные займы, еврооблигации, еврокоммерческие бумаги (ЕСР). В частности, банком «Империал» была подготовлена эмиссия еврокоммерческих бумаг. Организатором их выпуска выступал инвестиционный банк SBC Warburg, так как при выпуске подобных инструментов необходимы услуги международных посредников.

На развитие относительно нового для России сектора фондового рынка - рынка корпоративных облигаций, возникшего, с точки зрения С.А. Гарилина[[3]](#footnote-3), в середине 1999 г., влияли различные факторы, но главными среди них являются факторы, стимулирующие спрос на инвестиционные ресурсы и создание эффективных механизмов хозяйствования предприятий-эмитентов. Пока, на начальном этапе становления рынка корпоративных облигаций, инвестиционные настроения его участников в целом можно охарактеризовать как выжидательные. В течение 2000 г. развитие конъюнктуры рынка корпоративных облигаций определялось в первую очередь факторами, общими для всех секторов фондового рынка.

Особенностью российского рынка корпоративных ценных бумаг является практическое совпадение основных эмитентов акций и облигаций, среди которых доминируют РАО “ЕЭС России”, ОАО “Магнитогорский металлургический комбинат”, ОАО “Газпром”, ЗАО “Алмазы России - Саха” и ряд других. Это позволяет эмитентам облигаций использовать взаимосвязь рынков: перед тем как размещать на первичном рынке облигационные займы, эти компании активизируют свою деятельность на рынке акций. Они начинают котировать свои акции на вторичном рынке с целью повышения их ликвидности и улучшения своей репутации в качестве заемщика.

На первичном рынке корпоративных облигаций представлен довольно широкий набор финансовых инструментов. В целом объем эмиссии российскими эмитентами корпоративных облигаций с июня 1999 г. по 30 ноября 2000 г. составил около 35 млрд. руб. по номиналу, в том числе в 2000 г. - более 20 млрд. рублей.

В рассматриваемый период на рынке были представлены купонные и дисконтные облигации. Купонная ставка по обращающимся выпускам варьировалась от 5 до 10% годовых при сроках обращения облигаций 3-4 года. Дисконтные облигации в течение года размещались по ценам 72,7-91,7% от номинала в зависимости от срока до погашения, что соответствует доходности к погашению 18-35% годовых.

С точки зрения срочности данного инструмента сформировались два сегмента рынка корпоративных облигаций: сегмент среднесрочных корпоративных облигаций (преимущественно купонных) и сегмент краткосрочных дисконтных корпоративных облигаций. Сегмент среднесрочных облигаций представлен 21 инструментом со сроком обращения 3-4 года, из них только две облигации - дисконтные. Сегмент краткосрочных облигаций (до 1 года) представлен 14 дисконтными облигациями. Появление сегмента краткосрочных корпоративных облигаций нехарактерно для рынка корпоративных ценных бумаг с точки зрения мирового опыта и обусловлено особенностями конъюнктуры российского фондового рынка, которая начала складываться после августовского кризиса 1998 года. Корпоративные облигации, номинированные в рублях с фиксацией валютного эквивалента, активно выпускавшиеся российскими эмитентами в 1999 г., в связи со стабилизацией национальной валюты в 2000 г. пользовались меньшим спросом.

Если первичное размещение корпоративных облигаций в начале года проходило достаточно успешно, то на вторичном рынке новые финансовые инструменты не вызвали особого интереса. Тенденция к росту цен по всем видам инструментов наметилась лишь во втором полугодии, по мере стабилизации экономической ситуации в России.

Основной биржевой площадкой на рынке корпоративных облигаций являлась ММВБ. Ежедневный объем торгов был подвержен значительным колебаниям. На вторичном рынке торговались облигации всех эмитентов, и оборот рынка во втором полугодии 2000 г. увеличился, а за год в целом составил 2,2 млрд. рублей. Средний ежедневный объем операций в 2000 г. был равен 14,6 млн. рублей.

Наиболее торгуемыми инструментами в течение рассматриваемого периода были облигации ОАО “Тюменская нефтяная компания” - их доля составляла 29% от общего объема операций. Затем следуют облигации Внешторгбанка - 18%. На третьем месте по объему операций находятся облигации РАО “ЕЭС России” - 10% от общего объема вторичного рынка корпоративных облигаций. Доли облигаций ОАО “Михайловский ГОК” и ЗАО “Алмазы России - Саха” составили соответственно 7 и 8%.

Рынок корпоративных облигаций значительно отставал от рынка акций как по обороту биржевых торгов, так и по количеству участников. Однако, учитывая долговой характер инструмента, а также меньший срок развития рынка корпоративных облигаций, можно рассчитывать на ускорение его роста. Важными условиями реализации такого сценария развития являются совершенствование законодательной базы выпуска и обращения корпоративных облигаций, а также расширение их вторичного рынка.

В то же время развитие рынка корпоративных акций в течение всего посткризисного периода (1999-2000 гг.) базировалось прежде всего на положительных сдвигах в нефинансовом секторе экономики и благоприятных перспективах ориентированных на экспорт эмитентов. В числе наиболее существенных причин изменения рыночной динамики в 2000 г., по-видимому, можно назвать неустойчивую конъюнктуру мирового финансового и сырьевого рынков, а также углубившийся разрыв между рыночными ожиданиями и фактическими темпами структурной реформы российской экономики, в ходе которой должны были укрепиться позиции на рынке крупнейших российских эмитентов и появиться новые эмитенты.

«В динамике основных рыночных показателей в 2000 г. можно выделить три периода. В течение первого из них (январь - середина мая) отмечалось уменьшение оборотов торгов на фоне роста котировок. Спрос превышал предложение, инвесторы ожидали дальнейшего подъема котировок. Во второй период (третья декада мая - первая декада сентября) наблюдались разнонаправленные изменения котировок и рост оборотов торгов. Основной причиной колебания котировок было начало реструктуризации компаний - основных эмитентов. И наконец, в рамках третьего периода (вторая декада сентября - конец года) сформировалась устойчивая тенденция к снижению котировок при довольно больших оборотах торгов. В целом за год индекс ММВБ снизился на 28,61 пункта, или на 15,7%, индекс РТС - на 36,02 пункта (на 20%)».[[4]](#footnote-4)

Особенностью конъюнктуры рынка акций в конце года явилась активизация торговли привилегированными акциями основных российских эмитентов, проявившаяся в увеличении оборотов и более значительном росте котировок по сравнению с обыкновенными акциями этих же компаний. Такой рост активности в узком спектре операций с привилегированными акциями мог быть вызван не столько действием конъюнктурных факторов, сколько интересами собственников данных инструментов, по которым (в отличие от обыкновенных акций) гарантируется первоочередное право получения дивиденда по фиксированной ставке.

Наиболее привлекательными российскими акциями в рассматриваемый период оставались акции энергетических и нефтяных компаний. Наибольший оборот на ММВБ и в РТС сформировался по акциям РАО “ЕЭС России”, ОАО “НК” ЛУКойл”, ОАО “Ростелеком” и акциям металлургических компаний: РАО “Норильский никель”, ОАО “Михайловский ГОК”, ОАО “Магнитогорский металлургический комбинат”.

Пользовались спросом ценные бумаги региональных акционерных обществ электроэнергетики, телекоммуникаций и связи. В 2000 г. за счет расширения круга региональных эмитентов и в связи с развитием на российском телекоммуникационном рынке сети Интернет расширился сегмент акций телекоммуникационной отрасли. Значительно повысился спрос на акции металлургической промышленности, что связано с происходящими в отрасли процессами поглощения крупными компаниями более мелких. В результате создаются крупнейшие объединения, в рамках которых замыкается полный цикл производства: от добычи сырья и вторичной переработки до производства конечной продукции. Акции предприятий, производящих готовую продукцию, были представлены на рынке скромно. Причинами этого являются низкая инвестиционная активность предприятий, неэффективный менеджмент, недостаточная прозрачность отчетности потенциальных эмитентов. Решение данных проблем будет способствовать появлению новых финансовых инструментов на рынке акций и улучшению инвестиционного климата.

Итак, в настоящее время рынок корпоративных облигаций формируется в основном за счёт компаний топливно-энергетического комплекса. Так, облигации разместили “ЛУКОЙЛ”, “Газпром”, “Тюменская нефтяная компания” (ТНК) и РАО “БЭС России”. Для обеспечения инвестиционной привлекательности своих облигаций, первые три компании привязали стоимость облигаций и величину купонного дохода к курсу американской валюты, при том, что эти ценные бумаги номинированы в рублях. “ЛУКойл” гарантирует выплату дохода по своим облигациям два раза в год в рублях из расчёта 6% годовых от долларового эквивалента номинальной стоимости облигаций (1000 рублей), рассчитанного на дату окончания размещения, “Газпром” – 5%, ТНК – 7%, Эти компании погасят свои облигации соответственно через 4 года, 3 года 9 месяцев и через 5 лет с учетом изменившегося к тому времени курса доллара.

Иными словами, номинированные в рублях облигационные займы по существу превращены в валютные обязательства. Однако с ними под силу справиться только тем эмитентам, которые получают стабильную валютную выручку и не имеют валютных пассивов, которые не были бы обеспечены сопоставимыми по объемам валютными активами. В конце 1999 – начале 2000 года свои облигации выпустили еще несколько эмитентов. Так, в октябре-декабре 1999 года компания “Алмазы России – Саха” выпустила облигации на сумму 250 млн. руб. по номиналу, в феврале 2000 года “Сибирско-Уральская Алюминиевая Компания” разместила облигации на сумму 1 млрд. руб., в апреле-мае на 1,5 млрд. разместил облигации Михайловский ГОК. Наконец, начиная с 6 марта ОАО “Магнитогорский металлургический комбинат” выпустило четыре серии своих облигаций на общую сумму 200 млн. руб., со сроками обращения 110 и 200 дней.

Следует отметить, что рынок корпоративных облигаций пока находится в стадии становления. Сегодня у инвесторов есть более привлекательные с точки зрения надежности доходности и ликвидности финансовые инструменты – такие как гособлигации и векселя. Поэтому спрос на корпоративные облигации пока весьма ограничен. Тем не менее рынок корпоративных облигаций в перспективе имеет большой потенциал роста.

* 1. Виды корпоративных облигаций.

«По степени обеспеченности облигации делятся на закладные – они обеспечены физическими или финансовыми активами компании, например ценными бумагами; обеспеченные – облигации под обеспечение, предоставленное компании для целей выпуска третьими лицами, и беззакладные – необеспеченные. Закладные облигации нередко обеспечены недвижимостью (их называют в этом случае ипотеками). Что касается обеспеченных облигаций, то здесь средством обеспечения служит движимое имущество, например, оборудование. Беззакладные облигации выпускаются тогда, когда их эмитентам еще или уже нечего закладывать. В то же время, беззакладные облигации выпускаются эмитентами с солидной репутацией. В этом случае предполагается, что их выпуск гарантируется всем имуществом эмитента, Такие облигации называют также прямыми облигациями, так как в отличие от закладных, они не создают каких-то дополнительных имущественных претензий к компании».[[5]](#footnote-5)

Облигации могут выпускаться с единовременным сроком погашения или погашаться по сериям в определенные сроки. Погашение облигаций может осуществляться в денежной форме или иным имуществом в соответствии с решением об их выпуске. Облигации могут быть именными или на предъявителя. При выпуске именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев.

Акционерные общества могут размещать облигации, конвертируемые в акции общества. Право конвертации может распространяться на весь период обращения облигации, а может и быть ограниченным определенными временными рамками. Конвертируемые облигации весьма привлекательны для инвесторов, которые благодаря им получают возможность менять свой статус (акционеры или кредиторы) в зависимости положения дел у эмитента. Эмитент же благодаря наличию конверсионной привилегии имеет возможность уменьшить проценты, выплачиваемые по облигации, удлинить сроки заимствования и пр. По конвертируемым облигациям в проспекте эмиссии указывается пропорция, в соответствии с которой осуществляется обмен облигации на акции. Эта пропорция называется коэффициентом конвертации.

 Существует несколько иная классификация видов корпоративных облигаций, предложенная К.Н. Целестиновым[[6]](#footnote-6):

1. Обеспеченные (ипотечные) корпоративные облигации. Обеспеченные или ипотечные облигации могут быть выпущены компанией только в том случае, если у нее есть какие-то конкретные высококачественные активы. Обычно это только земля или здания, но, например, винокуренные заводы могут предоставлять в качестве залога запасы продукции, которая должна поступить в продажу, например, только через десять лет или больше. Другими словами, это имущество, которое может использоваться в качестве фиксированного залога по облигации и которое компания планирует использовать в течение длительного периода времени (например, десять - двадцать пять лет). Компания не имеет права продавать активы, выступающие в качестве фиксированного залога, не получив разрешения владельцев облигаций. Владельцам облигаций, как правило, разрешается конфисковать конкретные активы в том случае, если компания не может выполнить требований кредита (в число которых может входить требование к тому, чтобы сумма активов превышала сумму займа на определенную величину), и продать эти активы для того, чтобы компенсировать основную сумму долга. Следующая черта такого вида облигаций заключается в том, что компания может создать "Выкупной фонд", который будет использоваться в процессе погашения. Это означает, что каждый год компания откладывает определенную сумму денежных средств, которые она использует для выкупа некоторых облигаций на открытом рынке. Одним из следствий использования такого подхода (в соответствии с законом спроса и предложения) является то, что кредитор будет готов получать более низкую процентную ставку. Поскольку данный инструмент "высшего качества", то требуется, чтобы компания использовала прибыль за каждый год (или свой капитал) для оплаты данного вида облигаций до того, как будут удовлетворены требования других кредиторов. В развитых странах практически не было случаев падения цен на недвижимость за исключением периода с 1987 по 1995 годы. Таким образом, данный метод рассматривается как наиболее безопасный способ кредитования (после государственных заимствований) и представляет собой самый "качественный" облигационный продукт;
2. Облигации без фиксированного залога. Облигации, которые не имеют фиксированного залога, относятся к следующей категории и могут обеспечиваться плавающим залогом. Обеспечением могут быть материальные или нематериальные активы, включая торговые марки и долгосрочные контракты, или гарантии третьих лиц. Эти инструменты опять-таки будут использоваться компанией, которая хочет привлечь долгосрочное финансирование, и будут рассматриваться компанией в качестве способа заимствования в том случае, если у нее нет недвижимости для залога или компания просто не хочет передавать в руки владельцев облигаций фиксированный залог. Поскольку качество здесь ниже, то кредиторы будут рассчитывать на более высокую ставку, чем по обеспеченным облигациям. Обычно по таким облигациям не создается гарантийный фонд, и следовательно, компания должна будет выплачивать только проценты до наступления срока погашения, когда должна быть погашена основная сумма долга. Необходимо понимать, что в условиях инфляции с точки зрения покупательной силы валюты через десять - двадцать лет основная сумма долга будет в денежном выражении представлять меньше затрат, чем сейчас. В отличие от облигаций с фиксированным залогом владельцам облигаций с плавающим залогом обычно не разрешается конфисковывать активы в случае невыполнения компанией условий займа. Однако владельцы таких облигаций могут потребовать ликвидации компании для того, чтобы в результате продажи активов вернуть свои деньги. При усло вии, что залог активов был юридически правильно оформлен, такие виды займов будут погашаться после обеспеченных облигаций, но до удовлетворения требований всех других кредиторов;
3. Необеспеченные облигации. Необеспеченные облигации будут выпускаться только в тех случаях, когда компания имеет активы (или будет их иметь в результате получения займа), которых будет достаточно для погашения основной суммы займа. Конечно, кредиторы потребуют от компании наличия сильного баланса и счета резервов по текущим доходам, которые могли бы содействовать погашению займа. Этот вид находится на еще более низком уровне качества и соответственно представляет более серьезный риск для инвесторов. Следовательно, заемщик должен ожидать) что ему придется заплатить более высокую процентную ставку, чем по предыдущим видам облигаций. Компания, скорее всего, будет использовать этот вид облигаций только в том случае, когда она не может позволить себе выпустить инструменты более высокого качества. Поскольку данный вид займа является необеспеченным, то владельцы таких облигаций в случае неспособности компании ответить по своим финансовым обязательствам будут стоять на одном уровне с другими необеспеченными обязательствами (в число которых будут входить банковские овердрафты и торговая кредиторская задолженность). Следовательно, если компания не выполнит обязательства, то может случиться так, что после ее ликвидации останется недостаточно средств для погашения основной суммы долга;
4. Конвертируемые необеспеченные облигации. Конвертируемые необеспеченные облигации аналогичны вышеописанному, и единственное различие состоит в том, что эти облигации могут быть конвертированы в какой-то момент в будущем в долевые инструменты. Другими словами, при конверсии происходит аннулирование облигаций, и вместо них осуществляется дополнительный выпуск обыкновенных акций, причем дополнительного платежа от инвестора не требуется. Из-за того что в этом процессе принимают участие долевые инструменты, компания может выпускать облигации с более низким купоном, поскольку она предоставляет владельцам облигаций бесплатную возможность, которая может стоить значительно больше, чем сама облигация, поскольку стоимость обыкновенных акций растет с ростом прибыльности компании. Пока облигация остается облигацией, она будет оставаться на том же уровне, что и другие необеспеченные займы, но при переводе в долевой инструмент она попадает на уровень ниже всех кредиторов, но наравне с другими акционерами;
5. Облигации в валюте. Некоторые компании считают, что валюты международных рынков более привлекательны для инвесторов, чем та валюта, с которой работают на внутреннем рынке облигаций. Соответственно они могут выпустить облигации на иностранном рынке в валюте этой страны. Каждая страна, в которой осуществляются такие выпуски, склонна присваивать таким эмиссиям национальные названия. К трем основным странам относятся:
	* США, где неамериканские эмитенты выпускают долларовые облигации, называемые "Янки";
	* Япония, где йеновые облигации неяпонского эмитента называются "самураи";
	* Великобритания, где стерлинговые облигации небританских эмитентов называются "Бульдоги".
6. Корпоративные конвертируемые облигации. Наиболее известным примером выпуска корпоративных конвертируемых облигаций являются конвертируемые облигации АО "Нефтяная компания ЛУКойл". Целями выпуска стало привлечение инвестиций для технической реконструкции дочерних компаний АО и погашение их задолженности перед федеральным бюджетом. Конвертируемые облигации выпускались как свободно обращающиеся беспроцентные (целевые) облигации на предъявителя, подлежащие конвертации в обыкновенные акции АО, временно закрепленные в федеральной собственности, по окончании срока закрепления. Выпуск осуществлялся под залог федерального пакета, составляющего 11% уставного капитала АО. В качестве владельцев облигаций определены любые юридические и физические лица. Выпускаемые в обращение облигации обмениваются на акции АО, депонированные в финансовом институте, по окончании срока закрепления. Размещение облигации осуществляется на конкурсном основе среди андеррайтеров, которые будут размещать эти бумаги на вторичном рынке.

Но наиболее полная и правильная классификация корпоративных облигаций, с точки зрения автора дипломной работы, представлена С.В. Лялиным.

С.В. Лялин выделяет следующие классы, виды и подвиды корпоративных облигаций:

1) Виды корпоративных облигаций по степени обеспеченности

А) Обеспеченные облигации - обеспечены залогом какого-либо движимого или недвижимого имущества предприятия. При этом применяются различные виды обеспечения:

* + Облигации, обеспеченные закладными под недвижимость. Финансирование с использованием облигаций, обеспеченных закладными под недвижимость, было широко распространено в начале 20 века. Тому было свое объяснение - в тот период происходило интенсивное наращивание основных производственных фондов, и компании использовали имеющиеся фонды в качестве обеспечения. Это было особенно характерно для железных дорог (в том числе, и в России) и металлургической промышленности. Однако в дальнейшем выяснилось, что заклад недвижимости вовсе не страхует инвесторов от потери существенной части своих средств в случае банкротства, поскольку реализация заложенной недвижимости была достаточно сложным процессом. В результате, большинство корпораций в дальнейшем отказалось от выпуска облигаций под обеспечение недвижимостью в пользу необеспеченной задолженности. В настоящее время облигации, обеспеченные недвижимостью, в США применяется, в основном, в газовой промышленности и электроснабжении.
	+ Облигации, обеспеченные оборудованием. Данные облигации выпускаются с целью покупки оборудования, в основном применяются транспортными компаниями (авиационными и железнодорожными). При этом титул собственности по приобретаемому имуществу возлагается на доверенное лицо, эмитент не становится собственником до момента погашения облигаций. Если эмитент прекращает платежи по облигациям, то доверенное лицо продает обеспечение и ликвидирует задолженность, не прибегая к процедуре банкротства в отношении эмитента. Данный тип облигаций обычно предусматривает серийное погашение, т.е. часть эмиссии погашается каждый год после выпуска. При этом размер погашаемого займа превышает величину амортизации по обеспечению, таким образом, чем дольше обращаются облигации, тем надежнее они становятся.
	+ Облигации, обеспеченные ценными бумагами. В данном случае обеспечением служат ценные бумаги, имеющиеся у эмитента облигаций. При этом стоимость ценных бумаг должна превышать объем задолженности примерно на 30%. Данные облигации выпускаются достаточно редко, объектом залога обычно выступают ценные бумаги дочерних компаний.
	+ Облигации, обеспеченные пулом ипотечных кредитов. Данный вид облигаций выпускается под обеспечение уже выданных ипотечных кредитов. Происходит это следующим образом - финансовая организация выдает кредиты под недвижимость, а затем выпускает облигации, обеспечением которых служат платежи по этим кредитам. Фактически, это вариант секьюритизации задолженности.
	+ Облигации, обеспеченные активами. «Данный тип облигаций является типичным примером секьюритизации задолженности. Обеспечением по таким облигациям служат ожидаемые потоки денежных платежей, чаще всего, платежей по выданным кредитам. Типичный пример таких облигаций следующий. Банк или финансовая компания выдает кредиты. Затем данные кредиты объединяются в пул, и помещаются в специально создаваемый трастовый фонд. Этот фонд выпускает облигации, обеспечением которых служат предстоящие платежи в фонд по выданным кредитам. Наиболее принятым обеспечением обычно служат кредиты, выданные под автомобили, предстоящие платежи по кредитным картам и др. Кроме того, обеспечением могут служить и предстоящие платежи по экспортным контрактам. Такой принцип применяется, в частности, в Латиноамериканских странах предприятиями нефтегазовой отрасли, экспортерами цветных металлов и продуктов питания».[[7]](#footnote-7)

Б) Необеспеченные облигации - представляют собой общее право требования, не имеют специального обеспечения. При отказе производить выплаты по облигациям, никакое конкретное имущество не может быть арестовано, т.е. кредиторы не имеют какой-либо дополнительной защиты. Выпуск необеспеченных облигаций могут позволить себе крупнейшие корпорации (в США - IBM, AT&T, General Motors), платежеспособность которых в принципе не вызывает сомнений. Кроме того, в ряде отраслей (например, банковском бизнесе) практически не существует активов, которые могли бы обеспечивать погашение облигаций, соответственно, предприятия данных отраслей также практикуют выпуск необеспеченных облигаций. Необеспеченные корпоративные облигации подразделяются на:

* + Субординированные необеспеченные облигации. Данный вид облигаций предусматривает, что в случае банкротства эмитента держатели субординированных облигаций получат право требования только после того, как удовлетворены претензии держателей основной задолженности. Таким образом, держатели субординированных облигаций еще меньше защищены от неблагоприятных последствий в случае банкротства предприятия, чем держатели основных необеспеченных облигаций;
	+ Гарантированные облигации - выполнение обязательств по таким облигациям, помимо эмитента, гарантируется одним или нескольким лицом, которые берут на себя обязательство выполнить обязательства при невозможности их выполнения со стороны эмитента. Наличие гарантий, естественно, повышает надежность облигаций. «Данный вариант выпуска облигаций часто применяется при выпуске облигаций дочерними компаниями, гарантом по которым выступает материнская компания. Кроме того, в качестве гаранта могут выступать банки, государство, местные органы власти. В отдельных случаях выпуск облигаций может быть гарантирован несколькими гарантами. Вариантом гарантированных облигаций можно считать так называемые застрахованные облигации, выполнение обязательств по которым гарантируется страховой компанией. Встречаются также и так называемые совместные облигации, выполнение обязательств по которым обеспечивается сразу несколькими эмитентами».[[8]](#footnote-8)

2) Виды облигаций по размеру купона:

А) Дисконтные облигации (облигации с нулевым купоном) - Доход владельца облигации состоит в том, что он приобретает облигацию по цене, ниже номинала, а в момент погашения получает номинальную стоимость. Других выплат (купонов) облигация не предусматривает. В бескупонной форме выпускаются обычно кратко- и среднесрочные облигации, однако в начале 80-х годов в США появились и долгосрочные облигации, не предусматривающие купонных выплат;

Б) Необеспеченные облигации - представляют собой общее право требования, не имеют специального обеспечения. При отказе производить выплаты по облигациям, никакое конкретное имущество не может быть арестовано, т.е. кредиторы не имеют какой-либо дополнительной защиты. Выпуск необеспеченных облигаций могут позволить себе крупнейшие корпорации (в США - IBM, AT&T, General Motors), платежеспособность которых в принципе не вызывает сомнений. Кроме того, в ряде отраслей (например, банковском бизнесе) практически не существует активов, которые могли бы обеспечивать погашение облигаций, соответственно, предприятия данных отраслей также практикуют выпуск необеспеченных облигаций.

В) Купонные облигации - В отличие от дисконтной облигации держателю облигации выплачивается не только номинальная стоимость в момент погашения, но и периодический купонный процент. Купонные облигации являются наиболее распространенным видом облигаций, при этом наиболее часто применяемый срок купонного периода составляет 6 месяцев. В свою очередь, купонные облигации можно классифицировать на следующие виды:

* + Облигации с постоянным купоном. Размер купона фиксируется на весь срок обращения облигации. Это наиболее часто применяющийся тип облигаций, купонные облигации с постоянным купоном можно считать "классическим" видом облигаций;
	+ Облигации с переменным купоном. Размер купона по таким облигациям не известен заранее. При этом эмитент облигации объявляет ставку купона на следующий купонный период. Облигации с переменным купоном не имели большого распространения до начала 80-х годов, однако по причине резких колебаний процентных ставок в этот период времени получили большое распространение. Облигации с переменным купоном широко применяются при осуществлении выпуска еврооблигаций. Среди облигаций с переменным купоном можно выделить ряд видов.

\*) Облигации с отсроченными купонными платежами. По данным облигациям выплата купонных платежей начинается не сразу после выпуска облигации, а спустя несколько лет. Это дает эмитенту определенную передышку с обслуживанием выпускаемых облигаций. Данный тип облигаций применяется, например, при осуществлении поглощения компании за счет выпуска облигаций.

\*\*) Облигации с увеличивающимися купонными платежами ("step up"). Данные облигации похожи на облигации с отсроченными купонными платежами, с той разницей, что купон по ним платится и в первые годы, однако величина купона устанавливается на достаточно низком уровне, а в дальнейшем повышается.

 \*\*\*) Облигации с плавающей процентной ставкой. Ставка купона по таким облигациям привязывается к некоторым макроэкономическим показателям, в качестве которых обычно выступает: доходность государственных ценных бумаг, ставка межбанковских кредитов (LIBOR). При этом размер купона устанавливается обычно как доходность базового инструмента плюс определенная надбавка - "спрэд". Например, компания выпускает облигации, ставка купона по которым привязана к ставке LIBOR. Купон выплачивается каждые полгода, в этом случае в качестве базовой ставки берется ставка LIBOR по 6-месячным кредитам. Одной из разновидностей облигаций с переменным купоном являются облигации, ставка купона по которым может колебаться в определенных границах, т.е. известна минимальная и максимальная возможная граница колебаний процентной ставки. Сравнительно экзотическим вариантом облигаций с переменным купоном являются облигации с "перевернутой" плавающей ставкой. Например, облигация может предусматривать выплату купона из расчета (13% годовых - LIBOR).

 \*\*\*\*) Облигации с пересматриваемой процентной ставкой. Данный тип облигаций предполагает, что «процентная ставка по облигациям периодически пересматривается таким образом, чтобы цена облигаций была равна определенной величине, обычно близкой к номиналу (в американской практике - обычно 101% номинала (Fabozzi))»[[9]](#footnote-9). Отличие таких облигаций от облигаций с плавающей процентной ставкой состоит в том, что если по первым купон отражает спрэд, фиксированный на момент выпуска облигации, то во втором случае купон будет отражать изменение текущих рыночных условий. Облигации с пересматриваемой процентной ставкой обычно применяются при выпуске сравнительно низко надежных, спекулятивных операций, с целью компенсировать инвестору возможное снижение кредитного рейтинга компании.

\*\*\*\*\*) Индексируемые облигации. Вариантом облигаций с переменным доходом являются индексируемые облигации. В этом случае номинал облигации постоянно пересчитывается с учетом роста какого-либо индекса, и доход начисляется с учетом изменения номинала. Чаще в качестве индекса используется индекс инфляции (индекс потребительских цен), и такие облигации позволяют инвестору чувствовать себя защищенным от изменения цен. Однако возможно и использование других индексов. Например, правительство Мексики выпускало облигации, номинал которых пересчитывался в соответствии с ростом цен на нефть. В России и ряде других стран осуществлялся выпуск так называемых золотых сертификатов, номинал которых был поставлен в соответствие стоимости определенного количества золота. Выпуск облигаций, платежи по которым были увязаны с золотым эквивалентом, широко применялись в США перед великой депрессией. В дальнейшем выпуск таких облигаций был запрещен. Существует практика выпуска облигаций, номинал которых поставлен в соответствие динамике курса акции, портфеля акций или какому-либо фондовому индексу, например, индексу S&P (они будут подробнее рассмотрены в разделе структурированные облигации).

\*\*\*\*\*\*) Инфляционно-индексируемые облигации. Наибольшее распространение облигации, имеющие привязку к темпам инфляции (инфляционно-индексируемые облигации), имеют в Великобритании (Рубцов) и Канаде, где в такой форме частично выпускаются государственные ценные бумаги, а также в странах с высокой и нестабильной инфляцией (Израиль, Мексика, Бразилия). В январе 1997 года был осуществлен первый выпуск инфляционно-индексируемых облигаций в США. Инфляционно-индексируемые облигации выпускаются также в Швеции, Австралии, Новой Зеландии. Схема выпуска индексируемых облигаций может быть достаточно сложной. Например, инфляционно-индексируемые облигации правительства Великобритании предполагают индексацию с учетом изменения цен за период сдвинутый на 8 месяцев относительно периода между выпуском облигации и предстоящей выплаты (Barr, Campbell). Если в "развитых" странах (США, Великобритания, Канада) к выпуску инфляционно-индексируемых облигаций прибегает только государство (нам неизвестны примеры выпуска корпоративных инфляционно-индексируемых облигаций в этих странах), то в странах с развивающимися рынками данный вид облигаций активно применяется корпорациями. В Бразилии практически все корпоративные облигации являются инфляционно-индексируемыми (Anderson, 1999). При этом при выпуске облигаций в Бразилии тщательно регламентируется, какой индекс инфляции используется, какой индекс будет использован, если основной индекс перестанет рассчитываться или будет неадекватно отражать динамику цен и.т.д.

\*\*\*\*\*\*\*)Валютно-индексируемые облигации. Валютно-индексируемые облигации практически аналогичны облигациям, выпускаемым с номиналом в иностранной валюте. При этом в некоторых случаях государственное регулирование запрещает или затрудняет выпуск облигаций с номиналом в иностранной валюте, и эмитенты облигаций выпускают облигации с номиналом в национальной валюте и переменным купоном, рассчитывающимся таким образом, чтобы обеспечить инвестору постоянный доход в валюте. Валютно-индексируемые облигации широко применяются в странах, характеризующихся существенной макроэкономической нестабильностью - Латинской Америке, Израиле, Турции.

\*\*\*\*\*\*\*\*)"Структурированные" облигации. Структурированными называются все облигации, имеющие платежи, поставленные в зависимость от каких-либо других финансовых показателей, таким образом, к структурированным облигациям относятся и облигации с переменным купоном, и инфляционно-индексируемые облигации, и конвертируемые облигации. Однако термин "структурированные облигации" обычно применяется несколько уже, к разнообразным видам гибридного финансирования, появившегося в конце 80-90хх гг. "Структурированность" состоит в том, что такую облигацию можно считать как бы состоящей из обыкновенной облигации и производной ценной бумаги - опциона или фьючерса, за счет этого опциона платежи по облигации ставятся в зависимость от цены акции, портфеля акций, фондового индекса, цены товара или индекса цен товарной группы. \*\*\*\*\*\*\*\*) Облигации с участием. По данным облигациям купонный процент так или иначе привязан к прибыли предприятия. Обычно купонный процент по таким облигациям состоит из фиксированной составляющей и надбавки, поставленной в зависимость от прибыли предприятия или дивиденда по акциям (например, 6% плюс ? от дивиденда по обыкновенным акциям). Облигации с участием применяются крайне редко. Применяться облигации с участием могут, например, при привлечении средств инвесторов кооперативами

\*\*\*\*\*\*\*\*\*) "Доходные" облигации. По данным облигациям проценты выплачиваются только в том случае, если в течении соответствующего купонного периода предприятие заработало прибыль. При этом, как и по привилегированным акциям процент может быть кумулятивным или некумулятивным. Данные облигации выпускались в США при реорганизации обанкротившихся железнодорожных компаний (поэтому их называют еще "облигациями урегулирования"). Позднее стали выпускаться и другими предприятиями, в основном, при изменении структуры капитала, выкупа контрольного пакета за счет кредита и.т.д.

Г) Облигации с глубоким дисконтом - Это как бы промежуточная форма между дисконтными и купонными облигациями. Данный вид облигаций предусматривает купонные выплаты, однако ставка купона устанавливается значительно ниже рыночных процентных ставок. Поэтому эти облигации также продаются по цене, значительно ниже номинала.

3) Виды облигаций по сроку обращения. В мировой практике слово "облигация" обычно используется для обозначения долгосрочного финансового инструмента, имеющего срок погашения, как минимум, более 1 года. В России, однако, термин "облигация" применяется практически для любой долговой ценной бумаги. Например, ГКО - государственные краткосрочные облигации, выпускались обычно на срок 3, 6, 12 месяцев. В мировой практике для финансовых инструментов сроком обращения менее 1 года используется термин вексель или коммерческая бумага. В принципе классификация облигаций по сроку до погашения не может быть универсальной, поскольку в каждой стране понятия "долгосрочной" и "краткосрочной" могут существенно различаться.

А) Коммерческие бумаги - Коммерческие бумаги можно считать сверх - краткосрочными облигациями, имеющими срок обращения до 1 года, в США - не более 9 месяцев. Коммерческие бумаги почти всегда выпускаются в дисконтной форме, обычно без специального обеспечения. Применяются и купонные коммерческие бумаги, однако в США на их долю приходится всего порядка 2% рынка. Отличие коммерческих бумаг от обычных облигаций состоит в том, что их регистрация и выпуск осуществляется гораздо проще, чем выпуск обыкновенных облигаций. Их выпуск не подлежит государственной регистрации. Это дает эмитентам таких облигаций возможность гибко использовать возможности финансового рынка, выходя на него в благоприятные моменты. Наиболее сильно развит рынок коммерческих бумаг в США. При этом, хотя законодательно коммерческие бумаги могут выпускаться на срок до 270 дней, подавляющее большинство их выпускается на срок не более 90 дней, и большая часть выпусков имеет срок погашения не более 30 дней. Применяются даже однодневные бумаги. «Коммерческие бумаги обычно выпускаются в форме на предъявителя. Особенностью рынка коммерческих бумаг является то, что на нем доминирует небольшое число заемщиков, имеющих высокий кредитный рейтинг. Например, в США при общем числе эмитентов коммерческих бумаг более 2000, на долю 5% заемщиков приходится свыше половины объема рынка (Schinasi), а на долю крупнейшего эмитента коммерческих бумаг - General Motors Acceptance Corporation приходится порядка 10% рынка. При этом практически все эмитенты имеют кредитный рейтинг, на уровне первой или второй ступени в классификации рейтинговых агентств, причем наибольшую долю (80-90%) имеют эмитенты с наивысшим рейтингом (Schinasi)».[[10]](#footnote-10) Это имеет свое объяснение, поскольку инвесторы, вкладывающие средства в коммерческие бумаги, обычно не заинтересованы в принятии кредитного риска. Эмитентами коммерческих бумаг являются, в основном, крупные, хорошо известные финансовые учреждения, выпуски коммерческих бумаг промышленными предприятиями значительно более редки, и практикуются, в основном, только в США (например, крупнейшие эмитенты коммерческих бумаг в США среди промышленных предприятий - General Motors и Ford). Коммерческие бумаги обычно не имеют развитого вторичного рынка, но многие эмитенты принимают на себя неформальное обязательство выкупить свои коммерческие бумаги до срока их погашения. Таким образом, такие бумаги имеют как бы неформальный опцион пут. Рынок коммерческих бумаг может рассматриваться как своего рода отправная точка для развития рынка долгосрочных облигационных займов (Schinasi). До середины 80-х гг. рынок коммерческих бумаг существовал практически только в США. Когда другие страны также стали развивать внутренние облигационные рынки, там были приняты меры по развитию рынка коммерческих бумаг.

Б) Краткосрочные - В США краткосрочными считаются облигации со сроком обращения от 1 до 5 лет. Предприятия достаточно редко прибегают к выпуску таких облигаций, используя, в основном, банковские кредиты или частные займы у институциональных инвесторов.

В) Среднесрочные - Эти облигации имеют сроки погашения от 5 до 10 лет. Являются значительно более распространенным типом корпоративных облигаций.

Г) Долгосрочные - Выпускаются обычно на срок от 10 до 30 лет, наиболее распространенный диапазон - от 15 до 20 лет, однако реально облигации могут погашаться раньше. Корпоративные облигаций сроком более 30 лет распространены довольно мало, отчасти это связано с тем, что в большинстве стран и государственные облигации выпускаются на срок не более 30 лет (исключение составляет Швейцария, в которой существуют облигации сроком до погашения в 50 лет, впрочем, особым спросом они не пользуются - FT, 27/11/98). В последнее время в США появился интерес со стороны эмитентов к выпуску сверхдолгосрочных облигаций, сроком обращения до 100 лет. Это связано с тем, что сверхдолгосрочные облигации крайне мало отличаются по своей сути от привилегированных акций, с другой стороны, если дивиденды по привилегированным акциям не уменьшают налогооблагаемую прибыль, то выплата процентов по облигациям уменьшает ее. Начиная с 1993 года, в США 100-летние облигации были выпущены 58 корпорациями на общую сумму более $12 млрд. (Khanna). Если порядок налогообложения не изменится, то можно ожидать увеличения выпуска сверхдолгосрочных облигаций в ближайшее время. При этом однако существенной разницы между 100-летней и 30-летней облигацией не существует. Если процентная ставка составляет 10%, то текущая стоимость $1000, выплачиваемых через 100 лет, составляет 7,25 цента! Говоря о сроке обращения корпоративных облигаций надо учесть, что в настоящее время многие выпуски облигаций имеют дополнительные особенности, за счет которых реальный срок обращения облигаций может отклоняться от заданного.

Д) Отзывные облигации (облигации с call - опционом) - Эти облигации называются также "retractable", т.е. с возможностью сокращения срока обращения. Эмитент имеет право по истечению определенного срока выкупить облигацию у инвестора, при этом цена выкупа равна номиналу или некоторой, оговоренной в проспекте эмиссии облигаций, цене (цена отзыва). Обычно право отзыва наступает через определенный срок после выпуска облигаций. Разница между ценой отзыва и номиналом называется премией за отзыв. Обычно эта премия за отзыв убывает с течением времени, прошедшего с момента выпуска облигации. Отзывные облигации в некоторой степени ограничивают права инвестора в сторону эмитента. Очевидно, что при падении процентных ставок на рынке ниже купонного процента, эмитенту будет выгодно выкупить облигации и разместить новые с меньшим купоном, инвестору, разумеется, это не выгодно. Отзывные облигации являются основным видом корпоративных облигаций, применяющихся в настоящий момент в США. На долю отзывных облигаций приходится 83% всех выпусков корпоративных облигаций, осуществленных в США в период с 1977 по 1986, а среди неконвертируемых облигаций эта доля составляет 88%.

Ж) Облигации, предусматривающие создание фонда погашения - При выпуске данного типа облигаций эмитент обязан создавать специальный фонд, средства которого должны идти на ежегодное погашение части задолженности. Это погашение может производится 2 путями. Если цены облигаций на вторичном рынке ниже номинала, то эмитент выкупает на рынке часть облигаций. Если цены на рынке выше номинала, эмитент имеет право погасить часть облигаций по номиналу, при этом то, какие конкретно облигации подлежат погашению, определяется обычно в результате проведения специальной лотереи.

З) Облигации с правом досрочного погашения (облигации с put-опционом) - Симметричны отзывным облигациям, только в данном случае инвестор имеет право в определенные моменты времени досрочно предъявить облигация к погашению. Очевидно, что в этом случае больше прав имеет инвестор, поскольку при увеличении процентных ставок выше величины купонного процента он может продать данную облигацию и купить другую, с большим купоном. В "развитых" странах облигации с пут-опционом встречаются сравнительно редко, а вот в странах с высоким инвестиционным риском такие облигации, дающие инвестору дополнительную степень защиты, встречаются гораздо чаще. В качестве примера можно привести Бразилию, где почти все корпоративные облигации имеют пут-опцион.

И) Пролонгируемые облигации - Данные облигации предполагают возможность продления своего срока действия. При этом право такого продления в некоторых случаях может принадлежать инвестору, а в некоторых случаях - эмитенту. Если право продления срока действия облигации принадлежит инвестору, то данный тип облигаций очень похож на облигации с опционом пут, только в данном случае инвестор имеет право не досрочно погасить облигацию с большим сроком до погашения, а продлить срок действия облигации с небольшим сроком до погашения. Такой тип облигаций применяется, например, в Бразилии, где большинство облигаций предусматривают периодический пересмотр условий займа, и инвестор может либо пролонгировать срок действия облигации, либо реализовать пут-опцион и продатьоблигацию эмитенту.
Встречаются облигации в которых наоборот, эмитент имеет право продлить срок действия облигации. Такие облигации похожи на отзывные облигации, поскольку эмитент может принять решения погасить выпуск или продлить его действие. В качестве примера облигаций, срок погашения которых может быть продлен эмитентом, можно привести капитальные ценные бумаги с фиксированным доходом (FRCS), появившиеся в США в 1990-хх гг. (о них будет подробнее рассказано ниже). Срок погашения этих облигаций обычно составляет 30 лет, и эмитент имеет право продлить их еще на 19 лет.

К) Облигации с 2 датами погашения - Имеют 2 даты, эмитент должен провести погашение между этими датами. Фактически, представляют собой разновидность отзывных облигаций. Данные облигации применяются в Великобритании при выпуске государственных облигаций.

Л) Бессрочные облигации - Данные облигации не предполагают погашения номинальной стоимости, а только дают право на купонный доход. Облигации с фиксированным купоном, выпускающиеся в бессрочной форме, применяются крайне редко. Данный вид облигаций существует в Великобритании (Рубцов, с. 143), где несколько выпусков государственных ценных бумаг было выпущено в бессрочной форме (2,5% консоли 1888 г., 3,5% военные облигации и др.). При этом по данным облигациям указывается дата, после которой эмитент может их погасить по номинальной стоимости. Однако, поскольку большинство таких облигаций имеет низкую процентную ставку, выкуп их не целесообразен, поэтому они продолжают обращаться.
В бессрочной форме иногда выпускаются облигации с плавающим купоном. При этом, однако, большинство таких облигаций имеют пут-опцион, в результате чего инвестор может быть уверен в возможности погасить облигацию в определенные моменты. Бессрочные облигации с плавающим купоном применяются на рынке еврооблигаций, а также, например, в Бразилии.

4) Специальные виды облигаций. Существует еще ряд видов облигаций, не укладывающихся в предложенную классификацию, о которых мы считаем нужным упомянуть.

А) Голосующие облигации - Данные облигации дают инвестору право голоса на собрании акционеров. По сути, представляют собой гибридный инструмент между облигациями и обыкновенными акциями, фактически, это примерно то же самое, что обыкновенные акции с фиксированным дивидендом и известным сроком выкупа. Большого распространения данный вид ценных бумаг не имеет, возможно это связано, в частности, с системой налогообложения, принятой в большинстве стран, в соответствии с которой процентные платежи (в.т.ч. по облигациям) уменьшают налогооблагаемую прибыль, в то время как выплата дивидендов по акциям производится из чистой прибыли. Соответственно, попытка выпустить голосующую облигацию будет попыткой фактически выпустить акцию, платежи по которой трактуются как выплаты по заемным средствам. Количество голосов обычно производится пропорционально номинальной стоимости облигации, например, 100 долларов номинальной стоимости дают право на 1 голос. Голосующие облигации в США имели хождение до 50-60 гг., в частности, такие облигации были выпущены рядом железных дорог в ходе реструктуризации задолженности (Guthmann, Dougall, 1949). При этом в большинстве случаев владельцы облигаций получали право голоса в определенных случаях, например, в случае неуплаты процента в срок. В современной литературе голосующие облигации фактически не упоминаются. Среди примеров применения ценных бумаг, которые по своим свойствам лежат близко к голосующим облигациям, можно указать некоторые варианты привлечения инвесторов кооперативами ().

Б) Двухвалютные облигации - Данные облигации предусматривают выплату купона в одной валюте, а погашение номинала - в другой. Двухвалютные облигации иногда применяются при размещении ценных бумаг на иностранном финансовом рынке (иностранные облигации). В частности, около половины облигаций, размещенных иностранными компаниями на Японском фондовом рынке в 1996 году были двухвалютными (Packer, Reynolds), предполагающими выплату процента в йенах, а погашение в другой валюте (обычно национальной валюте эмитента).

В) Серийные облигации - Представляют собой как бы пакет из нескольких серий облигаций с различными сроками до погашения. Каждая облигация данного пакета представляют собой обычный вариант облигации, однако размещение серийных облигаций обычно производится единым пакетом, что и отличает данный вид.

Г) Облигации с варрантом - Фактически, это комбинация двух бумаг - обыкновенной облигации и варранта на покупку акций. Облигации с варрантом имеют много общего с описанными ниже конвертируемыми облигациями, но основная разница состоит в том, что реализация варранта не означает прекращение действия облигации. При этом облигации с варрантом могут предполагать как возможность отделения варранта от облигации, так и невозможность этого. Облигации с варрантом имеют наибольшее распространение в Японии, на долю которых приходится от 20 до 50 процентов всех выпусков облигаций.

Д) Капитальные ценные бумаги с фиксированным доходом - Данные ценные бумаги называются сокращенно FRCS (Fixed Rate Capital Securities) и представляют собой одно из последних нововведений на американском финансовом рынке. Данные ценные бумаги представляют собой некую гибридную форму между облигациями и привилегированными акциями. Данный вид ценных бумаг предусматривает ежемесячные или ежеквартальные фиксированные платежи, а по окончании срока действия данной ценной бумаги гасятся по своей стоимости. В отличии от большинства облигаций, не имеют никакого обеспечения, и в случае банкротства держатели данных ценных бумаг будут иметь право требования после всех должников, но перед акционерами. Другое отличие от обычных облигаций состоит в том, что эмитент имеет право отсрочить выплату купонных платежей (на срок не более 5 лет). Кроме того, выплата дохода осуществляется раз в месяц или раз в квартал, в отличии от общепринятых по облигациям полугодовых выплат. Стандартный номинал данных облигаций - $25 (вместо $1000 по облигациям). Данные ценные бумаги предусматривают срок погашения, который, обычно, может быть продлен. Максимальный срок погашения (с учетом продления) не превышает 49 лет.
Существует несколько видов данных ценных бумаг, имеющих некую разницу между собой по периодичности выплаты дохода (месяц/квартал) и другим параметрам. Для эмитента данные ценные бумаги привлекательны тем, что выплаты по ним уменьшают налогооблагаемую прибыль (как по облигациям), с другой стороны, по жесткости обязательств они скорее ближе к привилегированным акциям. Для инвестора данные ценные бумаги привлекательны своим низким номиналом ($25), более высоким купонным процентом; среди держателей данных ценных бумаг доминируют частные инвесторы. Впервые данные ценные бумаги были выпущены в 1993 году компанией Texaco, среди крупнейших эмитентов - Ford Motor, Bank of America, McDonalds, Merrill Lynch. К 1998 году общий объем рынка капитальных ценных бумаг с фиксированным доходом вырос до $45 млрд.

Е) "Товарные" облигации - Товарные облигации предполагают свое погашение не в денежной форме, а в форме предоставления владельцу облигаций некоего товарного эквивалента. По сути, это товарный фьючерс.

Ж) Структурированные облигации - О структурированных облигациях уже шла речь в пункте индексируемые облигации. Структурированной является облигация, которые комбинируются с производной ценной бумагой

5) Конвертируемые облигации. Владелец данных облигаций помимо купонных платежей и права получить номинальную стоимость, имеет также возможность конвертировать (обменять) облигации на определенное число других ценных бумаг. Почти всегда речь идет об обмене на обыкновенные акции. Основное отличие от конвертируемых облигаций от облигаций с варрантом состоит в том, что варрант может быть отделен от облигации и продаваться отдельно, исполнение варранта никак не связано с облигацией. В отличие от этого конвертируемая облигация может быть только обменена.
Идея выпуска конвертируемых облигаций - привлечь инвесторов, которые заинтересованы не только в получении фиксированного дохода, но и росте своих капиталовложений в случае роста акций фирмы. Таким образом, конвертируемые облигации являются для инвесторов "гибридной" ценной бумагой, обладающей свойствами и акций, и облигаций.
Конвертируемые облигации дают эмитенту снизить процентные выплаты, потому что инвестор, приобретающий конвертируемые облигации, согласен примириться с более низким купонным процентом, поскольку имеет дополнительную возможность выигрыша при конвертации.
Исследователи не имеют однозначного объяснения того, почему фирмы выпускают конвертируемые облигации. По мнению ряда авторов, в 2/3 случаев конечной целью фирмы является выпуск акций, и фирмы, выпускающие конвертируемые облигации, уверены в росте цены их акций. Одним из объяснением выпуска конвертируемых облигаций является то, что в практической инвестиционной деятельности фирма может сталкиваться с многоступенчатыми проектами. Например, фирма имеет проект, который может начать реализовываться в данный момент. Кроме того, имеется другой проект, который, возможно, станет целесообразным через некоторое время; однако эта возможности может и не быть. В этом случае, выпуская конвертируемые облигации, фирма решает задачу финансирования доступного проекта, а при реализации следующего проекта фирма надеется иметь средства за счет осуществления конвертации.
Конвертируемые облигации, помимо других характеристик, типичных для всех других видов облигаций, обладают также рядом дополнительных характеристик. При этом важно подчеркнуть, что в разных странах конвертируемые облигации могут иметь существенные отличия, которые необходимо принимать во внимание. Дата конверсии - дата, в которую можно произвести конвертацию. Обычно оговаривается не конкретная дата, а срок, начиная с которого можно производить обмен. Однако в ряде стран, в частности, в Испании, при выпуске облигации фиксируется ряд дат (обычно 2 или 3), в которые может быть проведен обмен (Fernandez, 1996).
Конверсионное отношение - количество других ценных бумаг (акций), в которое может быть конвертирована 1 облигация. С конверсионным отношением связано понятие цена конверсии, определяемая как цена акции, получаемая при конвертации. При выпуске конвертируемых облигаций цена конверсии обычно устанавливается на 10-30% выше, чем текущая рыночная цена акции. Однако может применяться и другой принцип установления конверсионного отношения. В Испании, в частности, владелец конвертируемой облигации имеет право обменять облигацию на акции исходя из рыночной цены акции, сложившейся за определенной количество дней, предшествующее дате конвертации, и скидки относительно этой цены (в процентах), записанной в проспекте эмиссии облигаций. В зависимости от выбора конверсионного отношения эмитент может придавать облигации черты как "классической" облигации (если конверсионное отношение высоко и вероятность конвертации мала), так и обыкновенной акции (если конверсионное отношение низкое, и вероятность конвертации велика). Среди конвертируемых облигаций также существует ряд разновидностей. Среди них можно выделить следующие:

А) Конвертируемые облигации с нулевым купоном - В англоязычной литературе данные облигации известны под названием LYONS (Liquid Yield Option Notes). Данные облигации не предусматривают купонных платежей и реализуются с дисконтом, а в остальном аналогичны обычным конвертируемым облигациям. Одной из особенностей LYONS является то, что в них обычно предусмотрен пут опцион, т.е. право продать их эмитенту по заранее оговоренной цене. Обычно пут опцион может быть исполнен каждые 5 лет. Впервые данные облигации были выпущены в 1985 году при содействии инвестиционного банка Merrill Lynch, и уже через несколько лет после появления на долю LYONS пришлось около 20% рынка конвертируемых облигаций. Эмитентами LYONS обычно являются крупные компании с высоким кредитным рейтингом.

Б) Обмениваемые облигации - Представляют собой облигации, обмениваемые на ценные бумаги (акции) другого эмитента. В США это сравнительно редкий тип облигаций, к примеру, к концу 80-х гг. на американском рынке активно продавались подобные облигации всего 12 эмиссий. В Европе обмениваемые облигации получили большее распространение, что связано с распространенной практикой совместного владения корпорациями акциями друг друга (Euromoney, Aug 1998). Если компания желает продать свои доли в других корпорациях, то в некоторых случаях это выгоднее сделать путем выпуска обмениваемых облигаций.

В) Конвертируемые облигации с обязательной конвертацией - Отличие данных облигаций от обычных конвертируемых облигаций состоит в том, что владелец в течении срока обращения облигации обязан осуществить их конвертацию в другие ценные бумаги (акции). Данный вид облигаций является сравнительно новым в мировой практике, и если в США такие облигации уже получили распространение, то в Европе были осуществлены только единичные выпуски, которые не пользовались большой популярностью. Интересно отметить, что термин "конвертируемые облигации" в Российской практике применяется именно к облигациям с обязательной конвертацией.

* 1. Нормативно-правовая база регулирования рынка корпоративных облигаций в России.

Последние изменения, касающиеся законодательного регулирования рынка корпоративных облигаций произошли в 2002 г. Во-первых, это федеральный закон от 7 августа 2001 г. №120-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «Об акционерных обществах», вступивший в силу с 1 января 2002 г.[[11]](#footnote-11), который внес в закон большое количество изменений и дополнений. А во-вторых, это Постановление ФКЦБ РФ от 19 октября 2001 г. №27 «Об утверждении Стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии»[[12]](#footnote-12), которое вступили в силу с 10 января 2002 г.

По своему статусу Федеральный закон «Об акционерных обществах» стоит выше Стандартов ФКЦБ. Поэтому, для начала, рассмотрим те изменения и дополнения, которые произошли в данном законе с 2002 г., касающиеся выпуска корпоративных облигаций и являющиеся, на наш взгляд, наиболее значимыми.

«Ранее в законе в статьях, в которых речь шла о выпуске ценных бумаг обществом, говорилось просто о ценных бумагах. При этом всеми подразумевалось, что в данном случае речь идет только об эмиссионных ценных бумагах. В новой редакции закона данное расхождение между тем, что написано, и тем, как это трактовать, было ликвидировано использованием термина «эмиссионная ценная бумага» (ст. 33, 34, 37, 38, 39, 40, 41)».[[13]](#footnote-13)

В измененном Законе отсутствует ссылка на право размещения облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг АО только в случае, если это предусмотрено в уставе АО. Ранее в законе содержалась ссылка, исходя из которой общество размещает облигации (и иные ценные бумаги) в соответствии со своим уставом и законодательством РФ. Сейчас же – только в соответствии с законодательством РФ. Таким образом, теперь отпадает необходимость внесения дополнений в устав общества при принятии решения о выпуске каких-либо эмиссионных ценных бумаг, не предусмотренных уставом.

 Кроме того, установлен особый порядок принятия решения по размещению облигаций (и иных эмиссионных ценных бумаг), конвертируемых в акции АО.

Если принимается решение о размещении путем открытой подписки облигаций, конвертируемых в привилегированные акции или обыкновенные акции, составляющие менее 25% ранее размещенных обыкновенных акций, то это решение принимается общим собранием акционеров или советом директоров, если за последним данное право закреплено в уставе АО. Здесь отметим, что в отношении привилегированных акций долевое ограничение не устанавливается, так как оно установлено ранее – номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% от уставного капитала общества (п. 2 ст. 25).

Если принимается решение о размещении путем открытой подписки облигаций, конвертируемых в обыкновенные акции, составляющие более 25% ранее размещенных обыкновенных акций, то это решение принимается только общим собранием акционеров, которое (решение) принято требуемым (установленным) количеством голосов.

При закрытой подписке размещение облигаций, конвертируемых в акции (обыкновенные, привилегированные) АО, может осуществляться, как и ранее, только по решению общего собрания акционеров, принятому требуемым (установленным) количеством голосов, минимум которых изменен с 2/3 на 3/4.

В некоторых статьях закона «Об акционерных обществах» термин «выпуск» облигаций заменен термином «размещение» облигаций. Если подходить к этому буквально, а именно исходя из официального определения термина «размещения» в законе «О рынке ценных бумаг»[[14]](#footnote-14), то это многое меняет. В частности, ранее в соответствии с законом «Об акционерных общества» запрещалось делать выпуск (а значит и его регистрацию) облигаций до полной оплаты уставного капитала АО или осуществлять выпуск облигаций без обеспечения ранее третьего года существования общества (при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества). Если читать буквально закон теперь, то при данных условиях регистрировать выпуск облигаций можно, но нельзя производить их размещение до выполнения требований законодательства (абзацы 3 и 7 п. 3 ст. 33). Если это было бы возможно и по Стандартам (в Стандартах содержится требование о том, что государственная регистрация выпуска облигаций не может быть осуществлена до полной оплаты уставного капитала) то, с одной стороны, в некоторых случаях это просто ускорило бы процедуру выпуска облигационного займа, что, конечно, в интересах эмитента. Но с другой стороны, если исходить из интересов инвесторов, это повысило бы риск размещения зарегистрированных облигаций без оплаты уставного капитала и в некоторых предусмотренных законодательством случаях без обеспечения. Но факт остается фактом. Закон «Об акционерных обществах» не запрещает производить регистрацию выпуска облигаций при невыполнении некоторых требований. Однако это не возможно осуществить по Стандартам эмиссии облигаций, которые являются при этом подзаконным актом. Теперь облигации АО могут оплачиваться только деньгами. Старый порядок оплаты ценных бумаг неденежными средствами сохранен только в отношении акций.

В Закон появилось требование, согласно которому размещение облигаций общества посредством подписки осуществляется при условии их полной оплаты. Ранее данный порядок действовал относительно облигаций, которые оплачивались неденежными средствами.

В Закон введена статья, определяющая порядок установления цен размещения эмиссионных ценных бумаг АО. При размещении данных ценных бумаг путем подписки это осуществляется по цене, определенной советом директоров. Так как в некоторых случаях решение о размещении облигаций принимается или должно приниматься общим собранием акционеров, то, таким образом, решение совета директоров относительно цены размещения все-таки потребуется.

«В измененном Законе установлены предельные размеры цен, при размещении посредством подписки эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции АО. Действовавшие ранее ограничения по предельному размеру цен относились только к прочим ценным бумагам (не облигациям), конвертируемым в акции. Кроме того, установлен предельный размер вознаграждения посредника, участвующего в размещении эмиссионных ценных бумаг посредством подписки. Раннее, во-первых, предел вознаграждения, не устанавливался, а, во-вторых, вознаграждение упоминалось лишь при размещении дополнительных акций, а также при размещении ценных бумаг (но не облигаций), конвертируемых в акции».[[15]](#footnote-15)

Что касается эмиссии корпоративных облигаций, то уже прошло чуть более 5 лет как были утверждены «Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии»[[16]](#footnote-16). Данные Стандарты регламентировали порядок выпуска акций (а теперь только акций[[17]](#footnote-17)) и корпоративных облигаций и за это время претерпели немало изменений и дополнений. Однако несмотря на это, со стороны многих эмитентов, да и профессиональных участников рынка ценных бумаг можно было часто услышать высказывания о необходимости разделения данных инструментов и принятия индивидуальных Стандартов.

 В «старых» Стандартах по большому счету отсутствовало четкое разграничение между акциями и корпоративными облигациями. По ходу работы с документом приходилось проводить своего рода анализ по выявлению требований, относящихся к тому или иному финансовому инструменту. При этом иногда инструмент не назывался своим непосредственным именем, а проходил под термином «иные ценные бумаги». Все это, конечно, затрудняло работу с таким важным для эмитента документом, особенно если имело место первая эмиссия ценных бумаг, будь то акций или облигаций. С позиции инвесторов критике мог вполне подвергнуться порядок представления и раскрытия информации эмитентом. На момент выпуска ценных бумаг она могла уже быть существенно устаревшей.

 Не смотря на то, что многие положения в законе «Об акционерных обществах» затрагивают процесс эмиссии облигаций, конвертируемых в акции, новые Стандарты не регламентируют данную процедуру, так как в соответствии с ними же это регулируется иными (надо полагать пока еще старыми) Стандартами.

 Рассмотрим основные изменения и дополнения, которые произошли в Стандартах эмиссии и на которые стоит обратить внимание.

При оплате облигаций неденежными средствами появилось требование о том, что решение о размещении (не путать с решением о выпуске) облигаций должно содержать перечень имущества (определенное родовыми признаками), которым могут оплачиваться облигации. Ранее такое требование распространялось только на акции, размещаемые путем подписки. Так как облигации, размещаемые акционерным обществом, должны в соответствии с п.2 ст. 34 закона «Об акционерных обществах» оплачиваться только денежными средствами[[18]](#footnote-18), данное требование относится к эмитентам, имеющим иную организационно-правововую форму.

Как и в новой редакции закона «Об акционерных обществах», в Стандартах появился пункт, в соответствии с которым размещение облигаций акционерным обществом (отметим, что только акционерным обществом) осуществляется при условии их полной оплаты. В старых Стандартах это относилось к облигациям, размещаемым траншами любым эмитентом не зависимо от организационно-правовой формы. Исходя из последнего имеем, что на сегодня эмитенты, не являющиеся АО, имеют право размещать облигации и без условия их полной оплаты.

При размещении облигаций путем закрытой подписки отдельно выделен случай, при котором размещение облигаций осуществляется взамен иного обязательства, существовавшего между эмитентом и приобретателем облигаций. В проекте Стандартов данное размещение получило название новации долга.

«Установлен порядок, предусматривающий предоставление обеспечения каждому приобретателю облигаций в процессе их купли-продажи, если имеет место выпуск обеспеченных облигаций: в решении о выпуске должно быть определено, что приобретение облигаций означает (т.е. из самого факта приобретения) заключение приобретателем облигаций договора, в соответствии с которым предоставляется обеспечение выпуска облигаций».[[19]](#footnote-19)

Можно говорить, что в качестве обеспечения по облигациям может выступать поручительство, банковская гарантия, залог имущества, а также иное обеспечение. Здесь стоит обратить внимание на поручительство и банковскую гарантию, так как в этом случае могут возникнуть некоторые сложности, связанные с размещением и обращением облигаций, обусловленные требованиями Гражданского кодекса РФ, в котором не прописаны условия предоставления обеспечения, упомянутые в Стандартах.

Если говорить о поручительстве, то поручительство – это договор, который заключается в письменной форме между поручителем и кредитором (в нашем случае владельцем облигаций)[[20]](#footnote-20).Т.е. здесь встает проблема необходимости заключения договора поручительства каждый раз при смене собственника облигаций.

Если говорить о банковской гарантии, то она представляет собой одностороннее письменное обязательство гаранта перед кредитором (владельцем облигаций). Из ее одностороннего характера следует, что она сохраняет свою юридическую силу и в том случае, если в гарантии не указан конкретный кредитор. В этом плане она менее требовательна по сравнению с поручительством, где должен фигурировать конкретный кредитор. Однако в этом случае банковская гарантия исполняется в пользу того кредитора, который предъявил гаранту подлинник банковской гарантии[[21]](#footnote-21). Таким образом, это также идет в разрез с условиями предоставления обеспечения, указанными в Стандартах, и потенциально ограничивает возможности вторичного обращения облигаций. («Решение о выпуске облигаций, предусматривающее предоставление обеспечения выпуска облигаций, должно устанавливать, что приобретение облигаций означает заключение приобретателем облигаций договора, в соответствии с которым предоставляется обеспечение выпуска облигаций, или волеизъявление приобретателя облигаций воспользоваться правами бенефициара, вытекающими их банковской гарантии. Условия договора, в соответствии с которым предоставляется обеспечение выпуска облигаций, или банковская гарантия должны определять, что с переходом прав на облигацию к приобретателю переходят права по указанному договору (банковской гарантии) в том же объеме и на тех же условиях, которые существуют на момент перехода прав на облигацию. Условия договора, в соответствии с которым предоставляется обеспечение выпуска облигаций, или банковская гарантия должны прилагаться к решению о выпуске облигаций») (п. 4.10).

Для именных облигаций и облигаций с условием обязательного централизованного хранения их сертификатов в депозитарии предусмотрено установление в решении о выпуске предельной даты закрытия реестра для целей исполнения обязательств по облигации – не более 7 дней до даты исполнения обязательства. Ранее дата закрытия реестра определялась эмитентом самостоятельно. Обычно это было в день, предшествующий 5 (например, «ММК»), 6 (например, концерн «Калина») и 7 (например, «МГТС», «Аэрофлот») дням до даты исполнения обязательства. («Решение о выпуске именных облигаций или облигаций с условием обязательно централизованного хранения их сертификатов в депозитарии должно содержать указание на дату составления списка владельцев облигаций для исполнения по ним обязательств (выплата доходов, погашение), которая не может быть более 7 дней до даты исполнения (начала исполнения) обязательств, а также указание на то, что исполнение обязательства по отношению к владельцу, включенному в список владельцев облигаций, признается надлежащим, в том числе в случае отчуждения облигаций после даты составления списка владельцев облигаций») (п. 4.11).

«Решение о выпуске облигаций теперь должно дополнительно раскрывать порядок заключения договоров, на основании которых осуществляется размещение облигаций (п. 4.8), а также возможные действия владельцев облигаций в случае отказа эмитента от исполнения своих обязательств, включая порядок раскрытия информации о неисполнении или ненадлежащем исполнении обязательств эмитентом по облигациям (п. 4.12)».[[22]](#footnote-22)

Произошли изменения в количестве экземпляров документов, представляемых для государственной регистрации выпуска облигаций. В основном количество всех представляемых экземпляров документов увеличилось в два раза. Кроме того, появились некоторые особенности оформления или заверки данных документов.

В новых Стандартах отсутствует ряд документов, упоминавшихся ранее в перечне документов, представляемых для государственной регистрации выпуска облигаций. В частности старая редакция стандартов требовала:

1. Копию письма Государственного комитета РФ по статистике об учете эмитента в Едином государственном регистре предприятий и организаций;
2. Документ, подтверждающий обстоятельства, освобождающие эмитента от заключения договора с регистратором о ведении реестра.

Новая редакция требует:

1. Два экземпляра заверенных эмитентом копий договора, заключенного между эмитентом и организацией, принимающей на себя обязательство по централизованному хранению сертификатов облигаций в случае эмиссии документарных облигаций, условия выпуска которых предусматривают обязательное централизованное хранение их сертификатов.
2. Если обеспечением облигаций выступает имущество третьего лица, представляется документ, подтверждающий его рыночную стоимость в соответствии с требованиями законодательства. В случае иного обеспечения - представляется заверенная эмитентом бухгалтерская отчетность третьего лица за последний завершенный финансовый год и за последний квартал, предшествующий утверждению решения о выпуске облигаций;
3. Два экземпляра документов, подтверждающих одобрение уполномоченным органом третьего лица предоставления обеспечения, в случае наличия у такой сделки признаков крупной или в которой имеется заинтересованность;
4. Два экземпляра справки от эмитента, свидетельствующей о принятии налоговыми органами всей предоставляемой бухгалтерской отчетности в случае отсутствия на ней отметки налоговых органов о ее принятии.

По сравнению со старой редакцией в новой сокращены сроки представления документов на государственную регистрацию выпуска облигаций: с трех до одного месяца с даты утверждения решения.

Произошли изменения в способе размещения облигаций, размещаемых траншами. Ранее указывалось, что это просто подписка (т.е. и открытая, и закрытая). Теперь только открытая подписка.

Отсутствует требование оплаты облигаций, размещаемых траншами, только денежными средствами (но не для АО, для которого оплата размещаемых облигаций установлена законом «Об акционерных обществах» только денежными средствами), а также требование погашения и выплат процентов по данным облигациям тоже только денежными средствами.

Перечень документов, представляемых для государственной регистрации отчета об итогах выпуска облигаций, расширен. Теперь в нем появились заявление, анкета эмитента.

Отчет об итогах выпуска облигаций представляется в 4-х экземплярах. Его текст, а также текст анкеты дублируются на одном магнитном носителе.

В случае оплаты облигаций имуществом, стоимость которого превышает заданный в Стандартах уровень, отчет независимого оценщика, представляемого с другими документами на государственную регистрацию отчета, о рыночной стоимости данного имущества составляется не ранее, чем на дату утверждения решения о выпуске облигаций.

В Стандартах эмиссии появился раздел, посвященный программам эмиссии облигаций, выпуск которых объединен одной инвестиционной программой или одним бизнес-планом. В данном случае регистрирующий орган осуществляет одновременную регистрацию двух или более выпусков облигаций. Каких-либо льгот данная схема выпуска облигаций не содержит. Наоборот, в регистрирующий орган при регистрации выпуска дополнительно должны быть представлены два экземпляра бизнес-плана (инвестиционной программы), два экземпляра планов размещения и погашения облигаций, которые должны строго соблюдаться.

Глава 2. Анализ деятельности субъектов российского рынка корпоративных облигаций.

2.1. Анализ положительных и отрицательных факторов, влияющих на развитие рынка корпоративных облигаций в России.

Как говорилось в первой главе дипломной работы, за период с лета 1999 года 41 компания разместила облигации на общую сумму свыше 55 млрд рублей. Эмитентами новых инструментов выступили как промышленные предприятия, так и целый ряд банков.

При этом можно отметить, что некоторые компании осуществляют не разовые размещения, а приняли специальные долгосрочные программы выпуска облигаций, что свидетельствует о росте популярности этих бумаг как эффективного инструмента привлечения финансовых ресурсов.

За последние полгода быстрыми темпами развивается вторичный рынок корпоративных облигаций. В частности, объемы вторичных торгов этими инструментами возросли за первые шесть месяцев с 20-30 млн руб. до 100-150 млн рублей в день.

Повышение ликвидности рынка стимулирует приход новых групп инвесторов, что, в свою очередь, способствует снижению стоимости заимствований и расширению числа эмитентов. В целом в настоящее время сектор корпоративных облигаций - один из самых динамично развивающихся секторов российского фондового рынка.

Столь высокий интерес, проявленный к новым инструментам как предприятиями, заинтересованными в привлечении финансовых ресурсов, так и самими инвесторами, позволяет сделать несколько выводов.

Во-первых, отечественный фондовый рынок при определенных условиях может выступать как источник серьезных долгосрочных инвестиций. Объемы средств, привлеченных с помощью корпоративных облигаций, сопоставимы с годовым объемом прямых иностранных инвестиций в российскую экономику.

Во-вторых, привлечение инвестиций может происходить посредством именно рублевых инструментов, популярность которых в последнее время заметно возросла как среди профессиональных участников рынка, так и среди предприятий-эмитентов.

В-третьих, проекты создания рынков новых финансовых инструментов могут успешно реализовываться силами даже одной организации. В 1999 году инициатором создания нового сектора фондового рынка выступила ММВБ, причем Биржа взяла на себя не только осуществление технологических функций размещения облигаций и вторичных торгов, но и целый ряд организационных вопросов.

Это стало возможным, с одной стороны, благодаря хорошей технической оснащенности торгового комплекса и высокому уровню профессионализма сотрудников Биржи. С другой стороны, быстрое развитие рынка корпоративных облигаций свидетельствует об остром дефиците финансовых инструментов и колоссальном нереализованном потенциале отечественного фондового рынка.

Что требуется для дальнейшего расширения рынка корпоративных облигаций, как части фондового рынка страны, для полной реализации его инвестиционного потенциала?

Переходя к перспективам развития данного сектора, можно выделить два блока проблем: базовые условия развития всего рынка рублевых инструментов и конкретные вопросы собственно рынка корпоративных облигаций.

Если говорить о базовых условиях, то их нельзя рассматривать в отрыве от существующего политико-экономического контекста. Сегодня есть общее понимание того, что России необходимо осуществлять модернизацию экономики. Для этого необходимы крупные капитальные вложения.

Сложность этой проблемы порождает широкий круг вопросов, будоражащих общество, беспокоящих как политиков и бизнесменов, так и ученых-аналитиков. Как улучшить инвестиционный климат? Почему продолжается исход капитала из России и что с этим делать?
Одним из важнейших вопросов остается проблема валютного курса. Какая валюта нужна России - сильная или слабая? Насколько радикальной должна быть валютная либерализация?

Существует мнение, что в экономике имеется избыток капитала, который разгоняет инфляцию. Утверждается, что увеличение темпов роста потребительских цен - прямое следствие проводимой монетарной политики, направленной на увеличение валютных резервов страны. Следовательно, по мнению сторонников этой гипотезы, нам необходима радикальная валютная либерализация, которая сможет улучшить инвестиционный климат.

Однако непродуманное снятие валютных ограничений, отказ от валютного контроля способны лишь ускорить отток капитала из страны (не говоря уже о том, что крайние формы либерализации угрожают экономической безопасности России). В результате подобная позиция вступает в противоречие с реальными потребностями национальной экономики в инвестициях.

«По расчетам экспертов, в ближайшие годы на модернизацию промышленности, включая внедрение новых технологий и замену оборудования, износ которого в большинстве отраслей уже превышает 50 проц., потребуется от 100-150 до 600-700 млрд долларов».[[23]](#footnote-23)

На самом деле, по-видимому, не совсем правильно формулируется сама проблема. Надо говорить не об избытке капитала, а о невысокой восприимчивости к нему российской экономики.

В свою очередь, восприимчивость экономики, ее готовность осваивать крупные инвестиции напрямую зависят от степени доверия к ней инвесторов, как внутренних, так и внешних. Необходимо создать условия для вложения капитала, чтобы крупный бизнес увидел реальные перспективы для своего дальнейшего развития.

Если говорить в контексте расширения рынка рублевых инструментов, то базовой предпосылкой его использования в качестве механизма привлечения инвестиций является длительная стабильность и предсказуемость курса национальной валюты.

Подтверждением этому служит опыт Китая, несколько лет назад принявшего в кредитно-денежной политике концепцию "сильного юаня". С 1994 года курс китайской национальной валюты остается стабильным, в то время как рубль за тот же период обесценился почти в 20 раз.

В результате по суммарной капитализации китайский фондовый рынок почти в 10 раз превосходит отечественный (581 млрд долл. против 60 млрд долл.), а с учетом фондового рынка Гонконга, входящего в состав КНР, занимает шестое место в мире. При этом в листинг китайских фондовых бирж входит более 1000 компаний, в то время как в котировальных листах ведущих российских торговых площадок их насчитывается чуть больше 40.

Неудивительно, что за три последних года в китайскую экономику было вложено свыше 115 млрд долл. прямых иностранных инвестиций, что почти в 14 раз превосходит российский показатель.

Сегодня основным источником инвестиций для российских предприятий являются амортизация и нераспределенная прибыль. Банковские кредиты носят характер краткосрочного финансирования и не могут рассматриваться как долгосрочные вложения в модернизацию оборудования и организацию нового производства.

Вместе с тем в развитых странах Западной Европы, в США и Японии одним из главных источников долгосрочных инвестиций является фондовый рынок. «Посредством выпуска акций и корпоративных облигаций предприятия этих стран привлекают 50 - 80 проц. всех инвестиционных ресурсов. В США в середине 90-х гг. объем средств, полученных с помощью эмиссий ценных бумаг, составлял порядка 1 трлн долл. в год, в Японии - свыше 200 млрд долл., в ведущих странах Западной Европы - 100-150 млрд долл. К концу десятилетия эти цифры возросли в среднем на 10-20 процентов. Фондовый рынок играет огромную роль в привлечении долгосрочных инвестиций в странах Азиатско-Тихоокеанского региона, в государствах Латинской Америки. Используя механизмы эмиссии ценных бумаг, предприятия Южной Кореи ежегодно привлекают до 20 млрд долл. финансовых ресурсов. На Филиппинах более четверти валового объема инвестиций привлекается на внутреннем фондовом рынке.
А что мы видим в России? Сегодня в нашей стране соотношение национального богатства (по оценкам экспертов, около 23 трлн долл.) и капитализации фондового рынка составляет всего лишь четверть процента. Это в 85 раз меньше, чем в Австралии, и почти в 100 раз меньше, чем в Канаде».[[24]](#footnote-24)

Причин столь неэффективного использования механизмов фондового рынка несколько. Прежде всего хотелось бы выделить следующие.
Во-первых, это позиция государства, не воспринимающего фондовый рынок как реальный источник серьезных инвестиций для модернизации экономики.
Во-вторых, это слабое информационное освещение возможностей фондового рынка. Новые инструменты в информационном плане практически "не раскручены", во многом, кстати, из-за пассивности финансовых посредников. В результате предприятия не видят в фондовом рынке источник средств для своего развития, а бизнесмены не смотрят на него как на способ создать легальное состояние, легально разбогатеть. Вместе с тем, если взглянуть на список миллиардеров, опубликованный журналом "Форбс", то легко увидеть, что 90 из 538 самых богатых людей планеты - а это без малого 17 проц. - сделали свое состояние на финансовом и фондовом рынках.

В странах с развитым фондовым рынком корпоративные облигации являются одним из основных инструментов привлечения инвестиций, обладающим следующими важными преимуществами:

1. возможность привлечения значительных объемов ресурсов на длительный срок (свыше 5 лет), что позволяет финансировать инновационные проекты с длительным воспроизводственным периодом;
2. более низкая стоимость заимствования, возникающая за счет эффекта секьюритизации займа и обращения к широкому кругу инвесторов;
3. формирование кредитной истории и кредитного рейтинга эмитента, что способствует повышению имиджа компании со стороны потенциальных инвесторов и контрагентов и позволяет размещать новые займы на более выгодных условиях;
4. возможность управления объемом долга путем покупки и продажи облигаций на вторичном рынке в соответствии с текущим состоянием платежного баланса;
5. минимизация транзакционных издержек, а также риска подделки и хищения за счет бездокументарной формы эмиссии облигаций.

С точки зрения инвестора, корпоративные облигации как объект размещения активов обеспечивают:

1. высокую оперативность управления инвестиционным портфелем за счет возможности реализации бумаг на вторичном рынке;
2. участие в финансировании первоклассных заемщиков независимо от размера капитала;
3. улучшение качества инвестиционного портфеля за счет эффективной диверсификации.

На сегодняшний день в странах G-7 посредством эмиссии корпоративных облигаций финансируется от 30 до 60 проц. всех инвестиционных проектов.

В Нидерландах нетто-эмиссия (эмиссия без учета средств, направляемых на рефинансирование ранее сделанных выпусков) корпоративных облигаций в последние годы превышает 40 проц. от валового объема инвестиций.

В странах, входящих в Британское Содружество (Commonwealth), доля корпоративных облигаций в валовых инвестициях составляет 15-25 проц., при этом в Австралии этот показатель достигает 30 процентов.
Корпоративные облигации широко используются компаниями сектора "высоких технологий" для расширения своего бизнеса и финансирования новых проектов.

Несмотря на кризис, в последние месяцы американская телекоммуникационная компания WorldCom осуществила размещение нескольких выпусков корпоративных облигаций с различными сроками погашения и привлекла свыше 11 млрд долл. Это позволило рефинансировать старые выпуски облигаций, а также инвестировать значительные суммы в строительство сетей мобильной связи третьего поколения.

В России же весь объем средств, привлеченных с помощью рынка корпоративных облигаций, составляет всего около 2 млрд долл. Да, это почти 3 проц. от двухлетнего валового объема инвестиций в основной капитал, но при этом весь отечественный рынок этих инструментов по объему почти в полтора раза меньше, чем рынок корпоративных облигаций Люксембурга.

Развитию рынка корпоративных облигаций в России помимо базовых макроэкономических факторов, сдерживающих развитие всего рынка рублевых инструментов, мешает множество проблем, касающихся непосредственно сектора корпоративных облигаций. К числу главных причин, тормозящих развитие этого рынка, относятся:

1. невысокий уровень доверия инвесторов к государству, эмитентам, национальной валюте;
2. отсутствие налогового стимулирования участия инвесторов на рынке корпоративных облигаций.
3. в развитых экономиках существуют специальные налоговые льготы инвесторам, осуществляющим вложения средств в ценные бумаги предприятий, в том числе и в корпоративные облигации. Можно отметить, в частности, введение необлагаемого минимума прибыли от роста курсовой стоимости бумаг (Германия, Канада, Франция); представление налогового кредита в объеме приобретения ценных бумаг (Испания); исключение из объектов налогообложения инвестиций в венчурные компании, как правило, в акции и облигации предприятий сектора "высоких технологий" (Великобритания).
4. излишняя сложность процедуры регистрации эмиссии и длительность предварительных мероприятий, необходимых для размещения новых бумаг. На сегодняшний день этап подготовки для осуществления эмиссии занимает в лучшем случае 2 месяца (в среднем, по данным опроса, 4 - 5 месяцев), что делает нецелесообразным выпуск краткосрочных облигаций. Только регистрация отчета об эмиссии в ФКЦБ происходит в течение 1 месяца, что существенно ограничивает возможность вторичных торгов новыми облигациями.
5. налог на эмиссию корпоративных ценных бумаг (фактически на эмитентов), составляющий на сегодняшний день 0,8 проц. от номинальной суммы выпуска. При норме доходности по корпоративным облигациям на уровне 10 проц. годовых существующая ставка налога увеличивает стоимость заимствования для эмитента до 11,6 проц. годовых (при выпуске шестимесячных бумаг) или 13,2 проц. годовых (при выпуске трехмесячных бумаг). В случае частичного размещения эмиссии, например, 50 проц. от заявленного объема, доходность в условиях действующего законодательства, требующего полной предварительной уплаты налога, возрастает до 16,5 проц. (по трехмесячным бумагам). Таким образом, существующий налог на эмиссию фактически закрывает для предприятий возможность размещения краткосрочных займов, делая их изначально нерентабельными. Следует отметить, что на развитых рынках налог на эмиссию либо отсутствует (ряд стран Западной Европы), либо его ставка в 30 - 50 раз меньше, чем в нашей стране (США, Германия, страны Юго-Восточной Азии).
6. недоверие инвесторов, проистекающее из недостаточной информационной прозрачности эмитентов и низкого качества корпоративного управления;
7. отсутствие опыта работы предприятий с корпоративными облигациями.

Этот список можно продолжить, тем более что существует отдельный огромный блок проблем, связанный со слабым развитием в нашей стране механизмов коллективного инвестирования и низким уровнем инвестиционной культуры населения.

2.2. Роль и значение фондовой биржи на первичном и вторичном рынке корпоративных облигаций.

Одним из важнейших моментов, определяющих эффективность выпуска облигационного займа, является выбор технологической схемы заимствования и инфраструктурных организаций, обслуживающих данные облигации. При этом важная роль при организации выпуска облигационного займа принадлежит торговой площадке, на которой будет проходить первичное размещение и вторичное обращение облигаций.

В настоящее время ММВБ является ведущей российской торговой площадкой по организации первичного размещения корпоративных облиагций. Реализация программ по привлечению финансовых ресурсов с фондового рынка для реализации инвестиционных проектов является приоритетным для Биржи.

Одним из наиболее динамично развивающихся рынков ММВБ стал рынок корпоративных облигаций. Активная работа ММВБ по организации размещения облигационных займов компаний-эмитентов направлена на выполнение общегосударственной программы по привлечению инвестиций в реальный сектор экономики.

«Необходимо отметить, что в настоящее время ММВБ является крупнейшей фондовой площадкой в России. По объему торговли, ММВБ занимает свыше 80% общего объема торгов корпоративными ценными бумагами от объема торгов на трех ведущих площадках России».[[25]](#footnote-25)

При этом основной оборот ММВБ приходится на ценные бумаги ведущих российских компаний.

Начало рынку корпоративных облигаций было положено в 1999 г, когда на ММВБ прошло размещение облигаций “ЛУКОЙЛА”, “Газпрома”, РАО “ЕЭС России” и ряда других компаний. Всего за период 1999-2001 годах в секции фондового рынка ММВБ были размещены корпоративные облигации на общую сумму более 43 млрд. рублей по номиналу (в том числе в 2000 году - более 29 млрд. руб.). Рынок корпоративных облигаций демонстрирует как количественный, так и качественный рост. Так, на ММВБ проходило размещение облигаций таких компаний как “ММК”, “ТНК”, “МГТС”, Ростовэнерго, Михайловский ГОК и многих других.

Важным этапом в развитии данного сегмента рынка ценных бумаг явилось начало размещения облигаций банков. Так, в 2000 г на ММВБ успешно прошло размещение облигаций ряда крупных российских банков и финансовых компаний, включая облигации Внешторгбанка, “Гута-банка”, “Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал”, МДМ-банка, Номосбанка.

Размещались как короткие (до 6 месяцев), так и длинные (до 4 лет) выпуски, что позволяет говорить о значительной диверсификации и формировании многими компаниями развернутой программы привлечения финансовых ресурсов с использование механизма облигационных займов, размещение которых проходит на ММВБ. Торговая система ММВБ использовалась рядом эмитентов также для организации выкупа размещеных облигаций.

Наряду с экономическими факторами не последнюю роль в развитии данного рынка сыграло наличие высокоэффективной технологии, которая была задействована при обслуживании рассматриваемых займов - выпуски были осуществлены на базе торговой и расчетной инфраструктуры ММВБ.

При этом помимо предоставления торговой и расчетной инфраструктуры, Биржа участвовала практически на каждом из этапов создания рынка корпоративных облигаций.

«Биржа задействована в той или иной степени практически на каждом из этапов создания рынка. Так, при подготовке проспекта эмиссии (решения о выпуске и т.п.) специалисты биржи совместно с эмитентом, агентом по размещению, финансовым консультантом прорабатывают блок вопросов, связанный с организацией размещения. Именно на данном этапе определяется конкретный механизм размещения, включая депозитарно-расчетные аспекты, определяются основные параметры займа, в том числе форма выпуска, способы выплаты дохода, разрабатывается необходимая нормативно-договорная база. Разумеется, в тесном единстве со специалистами биржи работают специалисты Национального Депозитарного Центра (НДЦ) и Расчетной Палаты ММВБ (РП ММВБ), представляющие расчетную систему ММВБ».[[26]](#footnote-26)

При проведении маркетинговой кампании участие ММВБ повышает статус проекта в глазах инвесторов, страхует от инфраструктурных рисков. Биржа предоставляет свои информационно-технические каналы для доведения информации до потенциальных покупателей, включая интернет-сайт ММВБ, другие электронные и обычные способы оповещения членов секции фондового рынка (СФР), а также через информационные агентства. Биржа может проводить презентации, готовить информационно-рекламные буклеты и т.п. При последующей организации вторичного рынка, проведении процедур листинга и включения в котировальные листы ММВБ, сопровождаемые экспертизой финансово-экономического состояния и его ценных бумаг, заключением договора о листинге, по которому эмитент обязуется раскрывать информацию о себе как регулярно, так и по мере наступления корпоративных событий, - повышают престиж, качество предлагаемых инструментов, а значит и их инвестиционную привлекательность.

Таким образом, при организации облигационных займов биржа выполняет три основных функции: по предоставлению технологий, консалтингу и маркетингу.

Первичное размещение на ММВБ с точки зрения схемы размещения может быть проведено в форме аукциона или в режиме переговорных сделок (РПС). Возможен также смешанный вариант (вначале проводится аукцион по определению цены размещения, - затем заключаются сделки в РПС по определенной на аукционе цене). Названия условны, они обозначают принятое на бирже наименование режимов торгов.

При проведении аукциона по определению цены размещения участники – члены СФР подают со своих удаленных рабочих мест или мест в торговом зале электронные заявки на покупку за свой счет или за счет своих клиентов. Заявка контролируется Системой торгов на достаточность обеспечения (т.е. на наличие денежных средств, зарезервированных накануне в Расчетной Палате ММВБ. Потенциальный покупатель указывает в заявке количество облигаций и цену, по которой он готов приобрести облигации. По окончании периода сбора заявок на аукцион. Система торгов генерирует реестр заявок, который передается Торговому агенту (андеррайтеру). Последний передает данный документ эмитенту, который на его основе определяет цену размещения. В период удовлетворения заявок Торговый агент вводит заявку на продажу по цене размещения, размер которой не может превосходить объем облигаций на эмиссионном счете эмитента в НДЦ, оператором счета на основании доверенности которого выступает Торговый агент. В соответствии с установленной нормативными документами ММВБ процедурой заключаются сделки по цене размещения, но только по заявкам покупателей с ценами, не ниже цены размещения. Заявки с меньшими ценами не удовлетворяются. После завершения торгового дня информация о результатах аукциона поступает в РП ММВБ и НДЦ и, после окончательного сигнала от биржи на разблокировку счетов денежные средства поступают на счет Торгового агента эмитента, а ценные бумаги – на счета депо покупателей.

Возможно также проведение конкурса по определению процентной ставки купона.

В данном случае участникам рынка предложена новая форма определения цены заимствования. В день проведения конкурса по определению процентной ставки по первому купону члены секции фондового рынка ММВБ подают заявки на конкурс с использованием торговой системы ММВБ как за свой счет, так и за счет и по поручению клиентов. В заявках на приобретение облигаций, направляемых в адрес Андеррайтера указывается величина приемлемой для инвестора процентной ставки по первому купону. Под величиной приемлемой процентной ставки понимается величина процентной ставки по первому купону, при объявлении которой эмитентом потенциальный инвестор был бы готов купить количество облигаций, указанных в заявке по цене 100 % от номинала.

В то же время, по-видимому, при заранее определенной цене, достаточно удобно использовать РПС.

При использовании РПС андеррайтер вводит в Систему торгов безадресную заявку (котировку) на продажу с указанием цены размещения, заранее определенной эмитентом, доступную всем Членам СФР. Покупатели направляют андеррайтеру адресные заявки на покупку. Получив адресную заявку андеррайтер имеет три варианта действий – заключить сделку, отклонить заявку либо послать встречную заявку с другими условиями, например, другой ценой или количеством.

В первом случае при введении в Систему торгов адресной заявки аналогично аукциону будет происходить контроль на достаточность обеспечения – и покупатель не сможет использовать денежных средств больше, чем зарезервировано в Расчетной Палате накануне.

После размещения большинство выпусков облигаций торговались на вторичном рынке в Секции фондового рынка ММВБ.

Ценные бумаги, включенные в котировальные листы ММВБ проходят официальную процедуру листинга ММВБ. Это - высоколиквидные финансовые инструменты первокласных эмитентов.

 Для проведения экспертизы ценной бумаги эмитент представляет на Биржу документы и необходимую информацию, объем которой определяется “Правилами листинга”. Основная задача экспертизы состоит не столько в анализе соответствия эмитентов и их ценных бумаг формальным требованиям ММВБ, но, главным образом, в проведении фундаментального анализа состояния эмитентов.

На ММВБ действует двухуровневая система листинга: ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга включаются в котировальные листы первого уровня или котировальные листы второго уровня. К ценным бумагам, включаемым в котировальные листы разных уровней применяются различные требования, причем отдельно сформулированы требования, применяемые к акциям и облигациям.

 Торги по ценной бумаге, прошедшей листинг, начинаются в срок, не превышающий двух недель с момента принятия Биржевым Советом решения о включении ценной бумаги в котировальный лист первого или второго уровня, если иное не оговорено в Договоре о листинге.

 Вся процедура листинга, начиная с момента подачи заявления и до момента начала торгов, занимает около полутора месяцев.

Ценные бумаги могут быть допущены к торгам на ММВБ не только в результате прохождения процедуры листинга, но и по иной, упрощенной схеме. Это так называемые внесписочные ценные бумаги.

При выплате дохода по облигациям биржа и ее расчетная инфраструктура также могут предоставить комплекс услуг. Так, поскольку все рассмотренные выпуски сконструированы с централизованным хранением в НДЦ, последний накануне выплаты дохода по купону или при погашении передает информацию о владельцах Платежному агенту. При этом выплата дохода может осуществляться через РП ММВБ.

В этом случае Платежный агент, получив вышеуказанный список от эмитента, передает на ММВБ в установленные сроки поручение на выплату купона, которая в свою очередь готовит и передает расчетные документы в РП ММВБ. В день выплаты дохода Платежный агент резервирует на своем счете в РП ММВБ необходимую сумму денежных средств, с которого РП ММВБ переводит их на счета владельцев (номинальных держателей) облигаций.

Важнейшим слагаемым успеха облигационных заимствований является наличие ликвидного вторичного рынка, ведь именно в этом заключается преимущество секьюритизации перед прямыми займами. И эмитент, который рассчитывает на дальнейшие обращения к финансовому рынку, не может не думать о судьбе вторичного рынка собственных облигаций.

Фондовая биржа по своим основным, статусным функциям – это именно организатор вторичных торгов. Поэтому ММВБ, обладающая колоссальным опытом организации вторичных торгов как государственных ценных бумаг, так и корпоративных, способна оказать серьезную помощь эмитенту. В то же время, результаты будут зависеть от целой совокупности факторов, включая особенности первичного размещения, структуры владельцев займа, их намерений, которые могут быть не спекулятивные, а инвестиционные, а также позиции эмитента, его желания стимулировать маркет-мейкеров.

Важнейшей задачей ММВБ является дальнейшее развитие модульной технологии проведения первичного размещения, позволяющей эмитенту и андеррайтеру выбрать оптимальный вариант проведения первичного размещения, организации вторичного обращения и погашения облигационных займов.

2.3. Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций. Первичный и вторичный рынки корпоративных облигаций.

«Инвестиционный банк – это крупная универсальная организация, работающая на рынке ценных бумаг, и оказывающая своим клиентам комплекс услуг, включающий организацию привлечения финансирования и осуществление слияний и поглощений. В рамках данной статьи нас будет интересовать такая функция инвестиционных банков, как привлечение финансирования посредством выпуска ценных бумаг. Деятельность инвестиционного банка по размещению ценных бумаг эмитента называется андеррайтингом, а организация, занимающаяся этой деятельностью – андеррайтером».[[27]](#footnote-27)

В процессе размещения ценных бумаг обычно участвуют несколько инвестиционных банков, образующих консорциум андеррайтеров. Эмитент, как правило, взаимодействует с одним инвестиционным банком, который является генеральным менеджером эмиссии. Именно в процессе переговоров эмитента с генеральным менеджером обычно определяются параметры предстоящих эмиссий ценных бумаг – вид облигаций, срок обращения, процентная ставка и т.д. Однако одному инвестиционному банку (генеральному менеджеру) обычно не под силу, или очень сложно самому разместить весь объем эмиссии. Поэтому генеральный менеджер создает эмиссионный синдикат, или консорциум андеррайтеров. При этом число членов консорциума может достигать нескольких сотен участников (в настоящее время, правда, число участников консорциумов обычно не превышает 60).

Создание такого консорциума требует определенной иерархии и распределения ролей. Реально консорциум состоит из следующих групп участников. Ко-менеджеры являются следующим уровнем после менеджеров. Они организуют построение следующих уровней консорциума. Андеррайтеры берут на себя гарантии по размещению выпуска ценных бумаг. Группа продаж может привлекаться менеджерами и андеррайтерами для непосредственного размещения ценных бумаг среди конечных инвесторов. Группа продаж может и не формироваться, если менеджеры и андеррайтеры сами находят достаточное количество конечных инвесторов. Участники группы сбыта не несут никаких обязательств по размещению ценных бумаг, фактически, они действуют как торговые агенты.

Предприятия тщательно выбирают инвестиционный банк, который будет выполнять функции ведущего менеджера. При этом существуют 2 основных метода выбора инвестиционного банка. Первый способ предполагает проведение тендера, в ходе которого инвестиционные банки конкурируют меду собой, предлагая наиболее выгодные условия размещения облигаций. Второй способ предполагает проведение частных переговоров с несколькими инвестиционными банками без формального объявления тендера. Обычно предприятия используют именно второй вариант, т.е. проведение формального тендера среди возможных андеррайтеров практикуется довольно редко.

В зависимости от степени ответственности инвестиционных банков за результаты размещения, существуют 2 «крайние» формы размещения ценных бумаг – гарантированное размещение и размещение «на лучших условиях». В случае гарантированного размещения инвестиционные банки гарантируют размещение ценных бумаг по оговоренной цене. При этом инвестиционные банки могут либо полностью выкупить выпуск на себя, и в дальнейшем проводить его продажу от своего имени, либо принять обязательство выкупить часть выпуска, которая не была размещена среди конечных инвесторов к заданному сроку. При размещении «на лучших условиях» инвестиционные банки осуществляют содействие эмитенту в продвижении его ценных бумаг, но не гарантируют размещения выпуска, т.е. инвестиционный банк действует, фактически, в качестве брокера. Размещение на лучших условиях применяется в мировой практике гораздо реже, чем гарантированное размещение, и обычно осуществляется при размещении ценных бумаг компаний, мало известных на рынке. Размещением на лучших условиях могут заниматься небольшие инвестиционные банки, не имеющие возможность осуществлять гарантированные размещения.

Для того чтобы проанализировать процесс развития инвестиционных банков в России, были рассмотрены выпуски облигаций, осуществленные российскими компаниями, и организации, выступившие андеррайтерами этих займов. Рассматривались данные на февраль 2001 г. Поскольку развитие рынка корпоративных облигаций в период до начала 1999 года существенно отличалось от последующего периода (фактически до 1999 года корпоративных облигаций в России не было) учитывались только облигации, зарегистрированные после 1999 года. Не учитывались «телефонные» и другие экзотические облигации. Кроме того, в расчет были приняты только выпуски облигаций, размещение которых по состоянию на февраль 2000 г. было завершено. Таким образом, всего были рассмотрены займы 55 выпусков совокупным номинальным объемом 39.7 млрд. руб. Из этого количества займов 32 выпуска объемом 17.5 млрд. руб. классифицированы нами как "рыночные", т.е. выпущенные с целью реального привлечения ресурсов и обращающиеся на вторичном рынке[[28]](#footnote-28).

Первый вывод, который может быть сделан на основе анализа осуществленных облигационных займов состоит в том, что подавляющее большинство эмитентов, размещающих свои облигации, прибегает к услугам андеррайтеров[[29]](#footnote-29). Без привлечения андеррайтеров размещается незначительное количество облигаций. Так, с помощью андеррайтеров были размещены облигации совокупным номинальным объемом 39.4 млрд. руб. из общего объема 39.7 млрд. (99.2%). Самостоятельно размещались только займы небольшого объема. Крупнейшие размещения, которые были осуществлены эмитентами самостоятельно – это эмиссии облигаций ОАО «Донской Табак» (70 млн.) и Интелсет (120 млн.).

Для того чтобы оценить, какие организации наиболее активны в области размещения корпоративных облигаций, составлен «рейтинг андеррайтеров». Данные рейтинга приведены в таблице 1.

Таблица 1. Рейтинг андеррайтеров.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Банк | Все выпуски | Рыночные выпуски | Размещенные выпуски |
| Объем | Количество | Объем | Количество |
| МДМ-Банк | 7500000000 | 3 |  |  | МДМ-Траст (3 выпуска) |
| ММБ | 6500000000 | 2 | 6500000000 | 2 | ТНК (2) |
| Доверительный и Инвестиционный БАНК | 5200000000 | 2 |  |  | РАО ЕЭС, Ростовэнерго |
| Лукойл-РезервИнвест | 3000000000 | 1 |  |  | Лукойл |
| ИНГ БАНК (Евразия) | 2500000000 | 1 | 2500000000 | 1 | ТНК |
| Гута-Банка | 2400000000 | 5 | 600000000 | 1 | МГТС, Гута-Инвест, Инвест-Инкор |
| ИК «Тройка Диалог» | 2050000000 | 2 |  |  | Мостотрест, Самараэнерго |
| Банк Кредит Свисс Фирст Бостон | 2000000000 | 1 | 2000000000 | 1 | КСФБ |
| ИМПЭКСБАНК | 1500000000 | 1 |  |  | Михайловский ГОК |
| ИК «Русские фонды» | 1066666667 | 10 | 1066666667 | 10 | ММК (6), АЛРОСА (3) |
| Банк «Флора Москва» | 1000000000 | 1 |  |  | СУАЛ |
| Национальный Резервный Банк | 1000000000 | 1 | 1000000000 | 1 | Газпром |
| ИК «Горизонт» | 1000000000 | 1 | 1000000000 | 1 | Газпром |
| Федеральная Фондовая Корпорация | 1000000000 | 1 | 1000000000 | 1 | Газпром |
| ИК «Восток-Запад» | 916666667 | 4 | 916666667 | 4 | АЛРОСА (3) |
| ИК «РФЦ» | 178000000 | 8 | 178000000 | 8 | ММК (8) |
| Банк «Зенит» | 166666667 | 1 | 166666667 | 1 | АЛРОСА (1) |
| ТАИФ-Инвест | 146948400 | 2 | 147000000 | 2 | ТАИФ-Телеком |
| Авиа-Траст-Инвест | 100000000 | 1 | 100000000 | 1 | Протон-ТМ |
| ИК «Элементе» | 76000000 | 3 | 76000000 | 3 | Таттелеком (2) Казанская ГТС |
| Росбанк | 28000000 | 2 | 28000000 | 2 | ММК (2) |
| Собинбанк | 28000000 | 2 | 28000000 | 2 | ММК (2) |
| ВБРР | 28000000 | 2 | 28000000 | 2 | ММК (2) |
| ФК «Бризант» | 28000000 | 2 | 28000000 | 2 | ММК (2) |
| ИФК «Солид» | 20000000 | 1 | 20000000 | 1 | НК «Алойл» |

На основе анализа данного рейтинга можно сделать следующие выводы. Несмотря на то, что в значительном количестве выпусков в качестве андеррайтеров выступают компании, афиллированные с компанией-эмитентом или входящие в сферу его влияния, можно констатировать, что к настоящему моменту уже сложился определенный круг организаций - профессиональных участников рынка, занимающих лидирующие позиции в области услуг размещения корпоративных облигаций. К ним можно отнести такие организации, как «Русские Фонды», ГУТА-Банк, Банк "Зенит", РОСБАНК, ИК Тройка-Диалог. Можно предположить, что в будущем именно эти организации, и, возможно, еще 5-10 участников (МДМ-Банк, Всероссийский Банк Развития Регионов и др.), монополизируют значительную часть инвестиционно-банковских услуг, прежде всего, в сфере крупных облигационных займов. Эти организации будут выступать в качестве генеральных менеджеров эмиссий, а роль других участников ограничится участием в эмиссионных синдикатах на "вторых ролях". Чтобы подтвердить это положение, можно рассмотреть планируемые эмиссии облигаций и организации, выступающие в качестве их андеррайтеров. В большинстве случаев это перечисленные выше организации: "Русские Фонды" (выпуски облигаций Уралмаш-Ижора, Роснефтегазстрой, Балтийское Финансовое Агентство), Тройка-Диалог (Славнефть), Банк Зенит (Татнефть, РИТЭК), Росбанк (Аэрофлот, ММК), Всероссийский Банк Развития Регионов (ММК, РИТЭК). Высокая концентрация в инвестиционно-банковском бизнесе соответствует мировому опыту, и Россия подтверждает эту тенденцию.

В настоящее время в подавляющем большинстве случаев в роли андеррайтеров выступают московские банки и компании. Региональные компании размещают либо относительно небольшие займы региональных эмитентов, либо выступают в связке с московскими компаниями. ИК «Элемте», г. Казань, размещала облигации компаний Таттелеком (16 млн. руб. и 30 млн. руб.) и Казанская ГТС (30 млн. руб.). ИК «Расчетно-Фондовый Центр», Магнитогорск, выступила одним из андеррайтеров облигаций ММК наряду с московскими компаниями и банками. Есть правда и исключения. Инвестиционная компания «Авиа-Траст-Инвест», г. Пермь, самостоятельно разместила выпуск облигаций ЗАО «Протон-ПМ» объемом 100 млн. руб. и начала размещение облигаций Концерна «Калина» объемом 70 млн. руб. По мере того, как на рынок корпоративных облигаций выходят заемщики "второго эшелона" из различных регионов России, доля региональных компаний и банков, выступающих андеррайтерами, может несколько возрасти. Например, андеррайтерами по планируемому выпуску облигаций Комбината "Магнезит" (Челябинская обл.) выступят две инвестиционные компании из Екатеринбурга.

Примечательно, что в числе андеррайтеров корпоративных облигаций практически нет организаций, которые выступали в числе активных организаторов и андеррайтеров облигаций Субъектов Федерации в период до кризиса 1998 года. В частности, лидер в сфере размещения субфедеральных облигаций, инвестиционная компания АВК (организатор займов Санкт-Петербурга, Оренбургской обл., Омской обл.) пока не участвовала в проектах по размещению корпоративных облигаций. То же можно сказать и про организаторов других субфедеральных займов. Единственным значимым исключением является группа "Русские Фонды", которая активно участвовала в размещении субфедеральных облигаций до кризиса 1998 года («Русские Фонды», в частности, организовывали выпуск «сельских» облигаций субъектов РФ).

В области услуг по размещению корпоративных облигаций имеет место достаточно острая конкуренция между банками и инвестиционными компаниями, при этом пока нельзя говорить об однозначном лидерстве банков или инвестиционных компаний. Чтобы проиллюстрировать роль банков и инвестиционных компаний, разделим все облигационные выпуски на четыре типа: размещенные банком, инвестиционной компанией, синдикатом инвестиционных компаний и смешанным синдикатом банков и инвестиционных компаний (пятый тип − облигации, размещенные синдикатом банков, в России пока не наблюдался). Полученные данные представлены в Таблице 2.

### Таблица 2. Андеррайтеры по типу организации

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Объем | Количество |
| Все выпуски | Рыночные выпуски | Все выпуски | Рыночные выпуски |
| Банк | 28600000000 | 11600000000 | 16 | 5 |
| ИК | 5393000000 | 343000000 | 10 | 7 |
| Синдикат ИК | 1800000000 | 1800000000 | 9 | 9 |
| Смешанный синдикат | 3640000000 | 3640000000 | 4 | 4 |

Как следует из таблицы, в общем объеме размещенных облигаций доля облигаций, размещенных банками, значительно больше, чем размещенных с участием инвестиционных компаний. Однако если принять в рассмотрение только т.н. «рыночные» выпуски, ситуация видится менее однозначной. Хотя банки и опережают инвестиционные компании по объемам, по количеству выпусков лидируют инвестиционные компании. Можно говорить о тенденции к определенной сегментации рынка, когда более крупные займы организуют банки, а меньшие по размеру займы – инвестиционные компании. Однако пока эта тенденция выражена в следующей форме: инвестиционные компании участвуют в размещении крупных облигационных займов, при этом банки не участвуют в размещении небольших выпусков (минимальный объем выпусков, в которых банки участвовали в качестве андеррайтеров, составил 50 млн. руб.). Конкуренция между банками и инвестиционными компаниями должна будет сохраниться и в ближайшем будущем: по заявленным и реализуемым в настоящее время выпускам инвестиционные компании лишь немного уступают банкам.

Данные о размере вознаграждения андеррайтеров достаточно фрагментарны и не позволяют точно оценить стоимость услуг андеррайтинга. Размер вознаграждения андеррайтеров по некоторым займам приведен в таблице 3.

Таблица 3. Стоимость услуг андеррайтинга

|  |  |
| --- | --- |
| Компания | % |
| «АЛРОСА», выпуск 1 | 1,0 |
| «АЛРОСА», выпуски 2-4 | 3,0 |
| Аэрофлот | 1,0 |
| ТНК, выпуски 1-3 | 4,0 |
| ГУП «Таттелеком», выпуск 1 | 2,0 |
| ГУП «Таттелеком», выпуск 2 | 1,0 |
| ЗАО «АЛОЙЛ» | 5,0 |
| Казанская ГТС | 1,0 |
| Магнитогорский металлургический комбинат, выпуски 1-6  | 2,0 |
| ММК, выпуски 7-8 | 1,8 |
| ММК, выпуски 9-10 | 2,4 |
| Концерн «Калина» | 2,0 |
| РИТЭК | 1,0 |
| Татнефть | 1,0 |
| Газпром | 1,0 |
| МГТС | 1,0 |
| ТАИФ-Телеком | 1,5 |
| РТК-Лизинг | 0,5 |

На основе данных таблицы 3 можно сделать следующие выводы. В качестве верхней границы стоимости услуг андеррайтинга выступает ставка в 4%-5% – размер вознаграждения андеррайтеров по облигациям ТНК и НК "Алойл". Нижняя планка составляет порядка 0.5-1% − размер вознаграждения андеррайтеров по облигациям РТК-Лизинг, МГТС, Газпрома, Аэрофлота и др. В большинстве случаев вознаграждение андеррайтеров составляет величину 1-2%.

Формирование синдикатов андеррайтеров, в которые входило бы большое число участников, пока что не получило в России значительного распространения. В большинстве случаев в размещении принимал участие либо 1 андеррайтер (26 выпусков), либо 2 андеррайтера (9 выпусков, из них 6 выпусков ММК). Примеров, когда в размещении облигаций участвует более двух андеррайтеров, достаточно мало − так было размещено 4 выпуска (ММК – 2 выпуска, АЛРОСА – 1 выпуск, Газпром).

2.4. Налоговый режим корпоративных облигаций

Важно отметить, что режим налогообложения для эмитентов и инвесторов зависит от ряда факторов, прежде всего от того какой статус у данной организации: является ли она банком, небанковской организацией, профессиональным участником на рынке ценных бумаг.

Первый налог - это налог на операции с ценными бумагами, он уплачивается по ставке 0,8 % с номинальной суммы выпуска ценных бумаг в том числе облигаций, при регистрации проспекта эмиссии за счет чистой прибыли организаций.

«Второй налоговый компонент - это режим налогообложения процентных выплат. Здесь существуют различия между небанковскими организациями и банками. Для небанковских организаций до 1999 года не было возможности включать в состав затрат проценты по облигациям. В 1999 году были внесены изменения в положение № 552 о составе затрат, в соответствии с которыми, предприятиям было разрешено включать в состав внереализационных расходов, уменьшающих налогооблагаемую базу, проценты по облигациям при соблюдении определенных критериев. Первым критерием является, то что для возможности организации включать в состав затрат проценты по облигациям, необходимо чтобы данные облигации обращались через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, у которых есть соответствующая лицензия».[[30]](#footnote-30) Существует разъяснение Министерства финансов, в соответствии с которым для включения в состав затрат необходимо чтобы облигации размещались и обращались через организатора торговли.

«Второе необходимое условие предполагает, что затраты по выплате процентов уменьшают налогооблагаемую базу при условии, что они начислены при погашении облигаций за время их фактического обращения. По правилам бухгалтерского учета у нас действует принцип начисления процентных выплат. Но формулировка налогового законодательства, по нашему мнению, дает основания для налоговых органов разрешать включение в состав затрат проценты по облигациям непосредственно в момент погашения конкретных процентных выплат. И, наконец, сумма возможного вычета процентных выплат из налогооблагаемой базы ограничивается ставкой рефинансирования плюс 3% ».[[31]](#footnote-31)

Для кредитных организаций процентные расходы принимаются к уменьшению налогооблагаемой базы, по кассовому методу, то есть в момент выплаты.

В соответствии с Налоговым Кодексом, процентом признается любой заранее заявленный или установленный доход в том числе, дисконт, полученный по долговому обязательству. В принципе это положение позволяет организациям, которые выпускают облигации с дисконтом относить на себестоимость дисконтные выплаты в случае, если дисконтная выплата может быть приравнена к проценту. Но в данном случае необходимо обратить внимание на то, что 552, устанавливающее перечень затрат, уменьшающих налогооблагаемую базу для предприятий, содержит еще одну формулировку, в которой сказано, что по облигациям в условиях выпуска которых не предусмотрена выплата процентов, к проценту приравнивается разница между номинальной стоимостью и ценой первичного размещения облигаций. То есть формулировка 552 Положения ограничивает возможности организации учитывать дисконт при налогообложении, в случае если облигация выпускается одновременно как процентная, так и дисконтная, потому что, к сожалению, законодатель при разработке данного положения, предположил, что двойное отнесение на себестоимость, как процентных платежей, так и дисконтов, невозможно.

Прибыль от продажи облигаций облагается налогом на прибыль в общем порядке. Убытки от продажи облигаций зависят от того, имеет ли данная облигация рыночные котировки, обращается ли она на организованном рынке, и соответственно по какой цене она продается. Российский закон о налоге на прибыль предусматривает ограничения в отношении возможности уменьшения налогооблагаемой базы налогоплательщиков на сумму убытков от реализации ценных бумаг. Первое ограничение это деление доходов от операций с ценными бумагами на категории. В случае если организация-инвестор получает убыток от операций с облигациями, обращающимися на организованном рынке, то она может уменьшить налогооблагаемую базу по налогу на прибыль только в пределах доходов от операций с акциями и облигациями, обращающимися на организованном рынке. Сумма убытка, превышающая сумму дохода, будет выплачиваться за счет чистой прибыли, и не переходить на будущие налоговые периоды. «Второе ограничение в отношении операций с облигациями, обращающимися на организованном рынке, это ограничение в отношения превышения допустимых границ колебания рыночной цены, которая установлена ФКЦБ, и сейчас установлена на уровне 19,5%. То есть если организация-инвестор реализует облигации по цене ниже предельной границы рыночных колебаний (19,5%), то эта сумма убытка, превышающего предельную границу колебаний, также относится за счет чистой прибыли организации-инвестора».[[32]](#footnote-32)

Убытки от продажи облигаций, не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, уменьшают налогооблагаемую прибыль от реализации ценных бумаг данной категорий.

Закон определяет, что финансовым результатом от реализации ценных бумаг является разница между ценой реализации и ценой приобретения ценных бумаг с учетом расходов по их приобретению и реализации. Среди расходов перечисляются такие расходы, как суммы уплачиваемые специализированным организациям за консультационные, информационные, регистрационные услуги, вознаграждения, выплачиваемые организациям, при участии которых приобретены данные ценные бумаги. Налоговые органы полагают, что расходы по приобретению и реализации ценных бумаг для всех налогоплательщиков уменьшают налогооблагаемую базу только в момент реализации конкретных ценных бумаг. То есть если вы приобрели пакет ценных бумаг в одном налоговом периоде, а продали в другом налоговом периоде, то, несмотря на то, что у предприятия в первом периоде данные расходы были проведены по бухгалтерскому учету, налоговые органы предлагают сделать корректировку налогооблагаемой базы первого периода и учитывать эти расходы в том периоде, когда ценные бумаги были реализованы.

При рассмотрении вопроса о порядке налогообложения инвесторов налогом на пользователей автодорог необходимо отметить, что налогооблагаемая база для разных категории налогоплательщиков различна. Для банков налогооблагаемой базой является доход в виде разницы между ценой реализации и ценой приобретения ценных бумаг. Для профессиональных участников рынка ценных бумаг налогооблагаемой базой является сумма доходов в виде разницы между выручкой от продажи ценных бумаг и их учетной стоимостью, а также расходами по продаже в виде комиссионных и вознаграждений. Банки и небанковские организации не уплачивают налог на пользователей автодорог с суммы доходов в виде процентов, так как данные доходы относятся к категории внереализационных доходов. Что же касается компаний, которые не имеют специальных лицензий, так называемых производственных предприятий, для них доходы от реализации ценных бумаг не включаются в налогооблагаемую базу для налога на пользователей автодорог, так как это не относится к их доходам от основной деятельности.

Глава 3. Перспективы и совершенствование организации рынка корпоративных облигаций.

3.1. Перспективы развития рынка корпоративных облигаций в России.

В настоящее время в России сложились достаточно хорошие предпосылки для успешного развития рынка корпоративных облигаций, а именно:

* 1. Позитивные сдвиги в российской экономике и во внешней торговле позволяют предприятиям и организациям получать дополнительные денежные накопления, которые можно использовать для инвестирования в производство. В расчетах бюджета на 2003 г. инфляция заложена на уровне 4-7% годовых. С достаточной регулярностью снижается ставка рефинансирования;
	2. Значительный инвестиционный потенциал имеют банки и иные коммерческие организации, а также население. На корреспондентских счетах банков находится постоянно 70-80 млрд руб. Более того, рост положительного сальдо торгового баланса России в 2002г. создает для Банка России и Минфина РФ проблему поиска путей санации огромной рублевой денежной массы, растущей в результате вынужденной скупки Банком России иностранной валюты, ввозимой экспортерами;
	3. Стабилизация политического и экономического положения России ведет к росту предложения инвестиционных ресурсов со стороны иностранных инвесторов. Как проявление растущего доверия к инвестициям в Россию можно рассматривать тот факт, что еще в мае 2000 года международное рейтинговое агентство Fitch IBCA повысило оценку кредитоспособности страны по международным обязательствам на два пункта с ССС до В-.
	4. 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.
	5. Наметившийся подъем производства, и улучшение финансовых результатов деятельности предприятий различных отраслей экономики, непосредственно влияют на подъем их спроса на инвестиции.

Казалось бы появилось окно для превращения финансового рынка в источник средств для финансирования реального сектора с помощью организации ликвидного рынка корпоративных облигаций.

Однако, несмотря на отмеченные возможности для оживления рынка корпоративных облигаций, они все еще не являются полноценным инструментом для привлечения средств. Существует ряд объективных причин, по которым, с одной стороны, эмитенты не очень активно выходят на рынок со своими новыми выпусками, с другой, потенциальные инвесторы не торопятся вкладывать денежные средства в корпоративные облигации.

К основным причинам, тормозящим появление новых выпусков корпоративных облигаций широкого класса эмитентов, относятся:

Во-первых, длительность срока подготовки проспекта эмиссии и его регистрации в государственных органах не дает возможность эмитентам оперативно подстроиться под изменившуюся конъюнктуру и предложить рынку ту структуру облигации и, соответственно, доходности, которая была бы интересна потенциальным инвесторам в момент размещения облигационного выпуска.

В настоящее время законодательством предусматривается необходимость регистрации каждого отдельного выпуска ценных бумаг по сложной и связанной с большими затратами времени процедуре.

Однако, в России «окно возможностей», как правило, не превышает 3 месяцев, уложиться в такой срок от даты принятия решения эмитентом до получения регистрации в ФКЦБ Проспекта эмиссии почти не реально.

При этом в рамках выпуска параметры ценной бумаги уже жестко зафиксированы, и у эмитента при привлечении ресурсов не остается возможностей для гибкого подхода с учетом ситуации на данный момент времени. Кроме того, еще до регистрации проспекта эмиссии эмитент должен заплатить налог на операции с ценными бумагами в размере 0,8% от номинального объема выпуска. В случае отказа в регистрации или в случае неполного размещения налог не возвращается. Таким образом, действующее законодательство не оставляет эмитенту пространства для маневра.

Наличие значительных затрат на подготовку эмиссии делает неэффективным привлечение облигационных займов на короткий срок. Расходы эмитента включают в себя:

1. налог на операции с ценными бумагами, размер которого не зависит от реально размещенного объема,
2. оплату услуг консультантов, андеррайтеров, аудиторов;
3. биржевые сборы.

Эффективная стоимость заимствований растет по мере сокращения срока обращения облигаций и достигает уровня, при котором занимать становится невыгодно.

Во-вторых, компании вынуждены платить достаточно высокие рыночные ставки по своим облигациям, а эти ставки не всегда адекватно отражают риски. Это значит, что эмитенты в настоящее время должны переплачивать за выпуск своих бумаг.

В-третьих, облигации являются прозрачным и понятным инструментом для российёского налогообложения. А поскольку российское налогообложение вряд ли можно назвать стимулирующим или хотя бы либеральным, компаниям-эмитентам гораздо удобнее финансировать проекты с помощью различного рода суррогатов или не эмиссионных ценных бумаг. Самые распространенные - векселя, чуть менее - кредиторская задолженность, которую многие предприятия сознательно увеличивают для того, чтобы за счет поставщиков кредитовать собственные оборотные средства. По этим инструментам эмитентам практически ничего не приходится платить, к тому же они удобнее с точки зрения оптимизации налогообложения.

Поэтому на рынке отсутствуют "короткие" корпоративные облигации, а ниша краткосрочных долговых инструментов прочно занята векселями.

Несмотря на всю простоту выпуска и операций с векселями, этот инструмент имеет ряд недостатков, которые ограничивают его ликвидность и, следовательно, возможности привлечения финансирования. Основные сложности связаны с внебиржевым характером операций с векселями и особенностями налогообложения.

Одним из путей снижения стоимости облигационных займов может стать внедрение международных стандартов Корпоративного управления. В соответствии с исследованием экспертов компании Маккинзи, инвесторы готовы платить премию за бумаги тех эмитентов с развивающихся рынков, Корпоративное управление которых соответствует международным стандартам. Причем эта премия существенно выше той, которую инвесторы готовы платить за бумаги компаний с развитых рынков. Такое отношение инвесторов к уровню Корпоративного управления объясняется уровнем финансовой отчетности в развивающихся странах, которая не дает адекватного представления о действительном состоянии заемщика по сравнению с финансовой отчетностью по международным стандартам.

Причины, по которым Корпоративные облигации не вызывают значительного интереса у участников фондового рынка, следующие:

Во-первых, для осуществления активной торговли и привлечения спекулятивно настроенных инвесторов необходимо, чтобы на рынке обращались бумаги по крайней мере на 1—1,5 млрд рублей. Такие крупные, ликвидные выпуски могут позволить себе немногие - скажем, "Газпром", РАО "ЕЭС России", ЛУКОЙЛ. В то же время, подавляющее большинство компаний, которые могли бы быть потенциальными эмитентами таких бумаг, вряд ли смогут и захотят выпускать такие объемы: как уже было сказано, для них облигации - далеко не оптимальный инструмент заимствований.

Во-вторых, потенциальная доходность корпоративных облигаций не намного выше, чем у государственных бумаг, при этом ликвидность, скорее всего, будет оставлять желать лучшего. И, учитывая соотношение цены и риска, корпоративные облигации вряд ли смогут вызвать интерес широкого круга инвесторов.

В-третьих, для обеспечения ликвидности рынку требуются короткие бумаги, в то время как российские эмитенты рассчитывают на получение инвестиционных ресурсов, которые по определению не могут быть короткие. Рынок корпоративных облигаций начал свое возрождение с появлением длинных, купонных облигаций, номинированных в долларах США. Расчет на то, что привлекательность инструмента в первую очередь определяется его защищенностью от девальвации, не полностью оправдался. Российские инвесторы в тот момент не были готовы вкладываться в длинные купонные облигации даже крупнейших российских эмитентов. Рынок требовал ликвидности и, следовательно, коротких бумаг. Российским эмитентам потребовалось время, что бы начать перестраиваться

Все это подтверждает тот факт, что в последнее время на рынке корпоративных облигаций наблюдается тенденция к постепенному замещению длинных купонных облигаций, номинированных в долларах США, короткими дисконтными рублевыми. Практически все выпуски, размещенные за последние месяцы (ММК, АЛРОСА, МДМ-банк, СSFB) были выпущены именно в таком виде. Однако, еще раз можно подчеркнуть, что необходимость выплаты налога на эмиссию ценных бумаг (0,8%) при нынешних ставках доходности и малых сроках обращения делает такие заимствования излишне дорогими для эмитентов, что сдерживает развитие рынка корпоративных облигаций.

В существующей ситуации, как с точки зрения рынка, так и с точки зрения законодательства, оптимальным, на наш взгляд, на текущий момент, по обеспечению ликвидности и в то же время с приемлемой ставки заимствования для эмитента являются среднесрочные облигации, содержащие в своей структуре опцион «put» для инвесторов.

Поскольку процесс изменения законодательной базы достаточно длительный, внедрение более сложных финансовых инструментов может стать временным решением проблемы.

Однако, для того чтобы рынок корпоративных облигаций получил новый импульс развития, необходимо предоставление большего "оперативного простора" эмитентам. Было бы целесообразно, изменить законодательную базу таким образом, чтобы полную процедуру регистрации проходил не каждая эмиссия облигаций, а программа выпуска облигаций, в рамках которой эмитенты получали определенную свободу действий.

Совершенствование законодательства в соответствии с данными принципами позволит оживить рынок эмиссионных долговых ценных бумаг.

Это будет выгодно инвесторам, так как они получат краткосрочный инструмент с фиксированным доходом, и эмитентам, так как они смогут оперативно реагировать на возникшие потребности в денежных средствах.

Государство также должно быть заинтересовано в развитии рынка корпоративных облигаций, так как этот процесс обеспечит приток денег в реальный сектор, будет способствовать перераспределению средств с валютного сегмента финансового рынка в рынок рублевых долговых инструментов и росту налоговых поступлений.

3.2. Совершенствование организации рынка корпоративных облигаций.

Согласно расчетам специалистов, посредством корпоративных облигаций уже в обозримой перспективе можно привлекать до 4 - 5 млрд долл. ежегодно. Только институциональные инвесторы (пенсионные и паевые фонды, страховые компании) могли бы вкладывать в высоконадежные облигации первоклассных эмитентов не менее 3 млрд долл. в год.

В долгосрочной перспективе в условиях стабильности финансовой системы страны и предсказуемого курса рубля по мере роста информационной открытости реально рассчитывать на привлечение средств широких слоев населения, финансовые возможности которого по вложению в отечественные ценные бумаги оцениваются экспертами не менее чем в 10 - 15 млрд долл. Для этой группы инвесторов интерес представляют долгосрочные облигации с доходностью, привязанной к уровню инфляции.

По мнению автора дипломной работы, уже сейчас для достижения этих целей и полной реализации имеющегося внутреннего инвестиционного потенциала:

1. значительное снижение либо отказ от налога на эмиссию ценных бумаг. Президент РФ Владимир Путин в специальном налоговом послании Государственной Думе в числе приоритетных задач реформирования налогового законодательства назвал отмену налога на эмиссию ценных бумаг;
2. приведение налогообложения по корпоративным облигациям в соответствие с налогообложением государственных ценных бумаг;
3. упрощение процедуры выпуска корпоративных облигаций;
4. отнесение на себестоимость затрат эмитента, связанных с подготовкой, эмиссией, размещением и обслуживанием ценных бумаг;
5. внедрение национальной системы рейтингов, включая работу с ведущими рейтинговыми агентствами, формирующими приоритеты инвесторов;
6. информационное освещение выпуска ценных бумаг новыми предприятиями, в первую очередь из научно-технической и информационной сфер.

Одним из ключевых условий вывода предприятий на рынок, несомненно, станет повышение качества корпоративного управления и увеличение информационной прозрачности эмитентов.

Для этого со стороны регулирующих органов, по мнению автора дипломной работы, требуется скорейшее принятие Кодекса корпоративного управления.

 Необходимым условием расширения списка компаний, выпускающих свои ценные бумаги, должен стать перевод системы бухгалтерского учета на международные стандарты, что особенно важно при работе с иностранными инвесторами.

Одна из важнейших задач сегодняшнего дня - повышение степени взаимодействия международного финансового рынка и национального фондового рынка России.

Вместе с тем при разработке программы развития отечественного рынка необходимо учитывать, что российская финансовая система - замкнутое рублевое пространство. По этой причине расширение рынка рублевых инструментов должно пользоваться безусловным приоритетом в действиях органов государственного регулирования. В противном случае дефицит рублевых ценных бумаг будет способствовать росту спроса со стороны населения и финансовых организаций на иностранную валюту как на наиболее доступный и ликвидный инструмент сбережения средств.

Тем самым увеличивается давление на рубль, создаются предпосылки для возникновения девальвационно-инфляционной спирали и тормозится процесс модернизации экономики.

Для стимулирования выпуска рублевых инструментов и, в частности, корпоративных облигаций государство может предоставлять разрешение на выпуск АДР или еврооблигаций только в случае предварительного размещения акций или корпоративных облигаций на внутреннем рынке. Кроме того, в этой связи актуален вопрос создания на внутреннем рынке отдельного сектора российских корпоративных облигаций, номинированных в иностранной валюте. Тем более что для этого есть все основания. Достаточно лишь отметить объем выпуска корпоративных еврооблигаций в 1996-2001 гг., составивший около 2,7 млрд долл., что почти в полтора раза превосходит эмиссию аналогичных рублевых инструментов. В будущем в подобные инструменты могли вкладывать часть средств пенсионные фонды, учитывая, что сегодня активно обсуждается вопрос о необходимости размещения части их средств на зарубежных фондовых рынках.

На сегодняшний день рынок корпоративных облигаций представляет собой один из самых динамично развивающихся секторов фондового рынка России. Конечно, для достижения рынком высокой степени ликвидности должно пройти определенное время, в обращении должен оказаться значительный объем единиц однородных финансовых инструментов. Опыт формирования на ММВБ рынка акций показал, что ликвидный вторичный рынок может быть создан при наличии в свободном обращении пакета бумаг на сумму не менее 40 млн долларов. Самое главное на нынешнем этапе развития рынка - это объединение усилий всех заинтересованных сторон: государства в лице регулирующих органов, профессионального сообщества, инвесторов и эмитентов. Если говорить по-крупному, то для развития рынка рублевых инструментов, в том числе и корпоративных облигаций, нам необходимо иметь среднесрочную программу развития рынка капиталов, ставящую в качестве основных целей:

1. увеличение капитализации российского рынка по меньшей мере в пять раз;
2. создание разнообразного рублевого инструментария на базе стабильной национальной валюты;
3. вывод на фондовый рынок предприятий как традиционных отраслей, так и "новой экономики".

Со стороны государства базовыми предпосылками выполнения этой программы должны стать:

1. политическая воля, то есть твердое намерение осуществить программу;
2. принятие реальных мер по стимулированию предприятий выпускать свои ценные бумаги на внутреннем рынке, а инвесторов - вкладывать в них свои накопления;
3. курс на стабильность национальной валюты как главную предпосылку радикального улучшения внутреннего инвестиционного климата.

Заключение

Летом 1999 г. на ММВБ были размещены корпоративные облигации крупнейших российских компаний Газпрома и НК ЛУКойл, несколько позже к ним присоединились облигации Тюменской нефтяной компании (ТНК). Объем эмиссии составлял 2,5-3 млрд. рублей; номиналы были неявно привязаны к курсу доллара, т.е. облигации застрахованы от валютных рисков и фактически номинированы в долларах. Доходность к погашению составила 11,5-12,5% годовых.

Конечно, эти облигации не являются первыми корпоративными облигациями (ГАЗ, телефонные облигации), однако те облигации предназначались определенным кругам покупателей и часто не имели ничего общего с фондовым рынком. Можно упомянуть также конвертируемые облигации НК ЛУКойл, выпущенные в октябре 1997 г. Ввиду условий выпуска (и последовавшего вскоре азиатского финансового кризиса) эти облигации на самом деле являются обычными, поскольку конвертировать их вряд ли кто-нибудь будет. Однако эти облигации объемом $350 млн. размещались с прицелом на западных инвесторов, они торгуются на Лондонской бирже и российским инвесторам недоступны.

Таким образом, облигации НК ЛУКойл, Газпрома, ТНК и других, которые могут за ними последовать, являются первыми облигациями, доступными российским инвесторам, хотя и они первоначально предназначались в значительной степени для нерезидентов.

Своим появлением эти облигации, на наш взгляд, в какой-то степени обязаны недоразумению. Они готовились под деньги нерезидентов, зарезервированные под реструктуризацию ГКО-ОФЗ и относительно их статуса в то время не было полной ясности. По-видимому, предполагалось, что нерезидентам будет некуда вкладывать эти деньги, кроме как в российские ценные бумаги (акции и облигации) и новый инструмент будет встречен с нетерпением. Мы писали еще в марте, что эти бумаги вряд ли будут пользоваться большим вниманием инвесторов.

Результаты размещения в целом нельзя признать удачными. Облигации Газпрома были, по-видимому, куплены близкой к компании структурой (Газпромбанком), т.е. эмитенту по сути дела привлечь деньги не удалось. В случае с НК ЛУКойл было объявлено, что весь пакет был куплен иностранным инвестором. В принципе, в этом нет ничего плохого, поскольку выкуп пакетов облигаций андеррайтерами - стандартная ситуация на Западе, однако в данном случае никаких деталей не сообщалось и это также вызывает некоторые сомнения. Облигации Газпрома и НК ЛУКойл были необеспеченными.

Наиболее удачным было размещение облигационного займа ТНК, которая учла, по-видимому, опыт Газпрома и НК ЛУКойл и предложила инвесторам более выгодные условия - обеспеченные поставками нефти облигации с возможностью отзыва (инвесторами) после двух лет.

Надежда на деньги от реструктуризации ГКО-ОФЗ оказалась напрасной, их владельцы не стали вкладывать средства ни в акции, ни в облигации, сочтя по-видимому, предлагаемые условия непривлекательными.

Одной из основных причин относительной неудачи размещения первых российских корпоративных облигаций было то, что по общим правилам, облигации, выпущенные внутри страны, не могут иметь рейтинг выше, чем суверенный рейтинг страны. И хотя эти облигации не получили вообще никакого рейтинга (что также является минусом), очевидно, что в любом случае, с точки зрения инвесторов, тем более нерезидентов, к которым эти облигации были обращены, они не могли иметь рейтинг выше, чем долгосрочный российский рейтинг, т.е. на уровне ССС. Между тем, на развитых фондовых рынках облигации, имеющие рейтинг ниже ВВВ-, называются junk bonds (мусорные облигации), имеют статус высокорискованных и доходности по ним значительно превышают 12% (в валюте). Поэтому доходности, предложенные тремя компаниями, не соответствовали уровню этих облигаций. Конечно, сами компании не виноваты в этом, и не их вина, что кредитный рейтинг самой России столь низок, что любые облигации автоматически попадают в разряд junk bonds. Кроме того, junk bonds выпускают в США малоизвестные, новые и т.д. компании, между тем как в данном случае облигации выпущены крупнейшими компаниями России, в кредитоспособности которых, учитывая тем более относительно небольшие объемы эмиссии, никто не сомневается.

Кроме того, свою роль сыграли воспоминания о ГКО - с одной стороны, как напоминание о недавно состоявшемся дефолте, а с другой как память об облигациях, которые до поры до времени приносили не ниже 18% в валюте. Поэтому корпоративные облигации Газпрома, НК ЛУКойл и ТНК не могли казаться привлекательными.

Тем не менее, в целом выпуск и размещение относительно долгосрочных корпоративных облигаций российских компаний, причем в условиях стагнации на фондовом рынке и общей политической нестабильности нужно признать большим успехом. Ряд компаний уже объявили о намерении последовать их примеру: недавно отчет об эмиссии облигаций объемом 500 млн. рублей зарегистрировала компания Алроса, возможен выпуск облигаций РАО ЕЭС, Сибнефти, Татнефти, Nestle и др. эмитентов. Облигации ТНК уже включены в список бумаг, торгуемых на ММВБ. Таким образом, на российском фондовом рынке появился новый инструмент - облигации корпораций.

Почему корпоративные облигации не появились раньше? Основной причиной, конечно, был рынок ГКО-ОФЗ, который оттягивал на себя все средства, будучи высокодоходным (доходность даже в валюте не падала ниже 18%) и до поры до времени самым надежным. Немногочисленные известные эмитенты смогли пробиться на рынок еврооблигаций, однако для большинства выпуск любых облигаций был недоступен. Понадобился крах рынка государственных ценных бумаг, чтобы корпоративные облигации смогли наконец-то появиться на рынке и с ними уже связывают большие надежды, как с точки зрения привлечения средств, так и с точки зрения общего оживление фондового рынка.

Согласно основным направлениям кредитно-денежной политики ЦБ на 2000 г., для снижения процентных ставок банк большие надежды возлагает на облигации государства, банков и предприятий.

Около пяти лет рынок ГКО-ОФЗ был гигантской скалой, в тени которой все остальные облигации были просто незаметны и как результат, сегодня они довольно плохо известны. Поэтому в настоящей статье мы делаем попытку рассказать об из роли на рынках развитых стран и рассмотреть их основные свойства. Наш фондовый рынок в силу известных причин вынужден постоянно подражать рынкам западных стран и поэтому заранее полезно представлять, кому и в чем он сможет подражать завтра - привьются ли у нас корпоративные облигации в таком объеме, как в США, или же их вообще не будет, как в Германии и т.д.

Одной из причин финансового краха августа 1998 г. была, если можно так выразиться, "долговая эйфория". Несомненно, в случае массированного появления корпоративных облигаций возможны рецидивы подобного отношения к своим долгам. Поэтому в будущем необходимо осторожно подходить к выбору эмитента, тщательно оценивая его финансовое состояние. Услуги иностранных рейтинговых агентства, в первую очередь из большой четверки, действительно очень дороги, и трудно ожидать, что небольшие эмитенты будут прибегать к ним. Но можно надеяться, что у нас появятся, наряду с российскими аудиторскими фирмами, и российские рейтинговые агентства, которые за доступную плату смогут проводить достаточно надежную оценку платежеспособности эмитента для потенциальных инвесторов.

Список используемой литературы

* 1. Амосов А. Анализ заимствований – эффективный инструмент стимулирования экономики. // Вопросы экономики,2000. - № 4.
	2. Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. – М.,2002.
	3. Гарилин С.А. Рынок корпоративных облигации в России. – М.,2000.
	4. Данилов М.Ю. Создание и развитие инвестиционного банка в России. – М.,2002.
	5. Журков А. Перспективы развития рынка корпоративных облигаций. // Вопросы экономики,1999. - № 12.
	6. Журков Р. Факторы устойчивого развития рынка корпоративных облигаций. // Вопросы экономики,2001. - № 5.
	7. Инфляционно-индексируемые облигации: ценные бумаги для нестабильной экономики // Инвестиции Плюс. - 2000. - №9.
	8. Каверина С.К. Инвестиционные институты России. – М.,2002.
	9. Корпоративные облигации: за и против. // Рынок ценных бумаг,2001. - № 1.
	10. Лазорина Е. Налогообложение и учет корпоративных облигаций. // Бухгалтерский учет,2002. - № 4.
	11. Лукасевич И.Я. Анализ операций с ценными бумагами. – М.,1999.
	12. Лялин С.В. Облигационные займы в условиях макроэкономической нестабильности. // Финансовый бизнес,2000. – № 5.
	13. Лялин С.В. Перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций. // Финансовый бизнес,2001. - № 11.
	14. Лялин С.В. Тенденции и перспективы развития российских инвестиционных банков. // Индикатор,2002. - № 4.
	15. Лялин С.В. Формирование и развитие рынка корпоративных облигаций в России. – М.,2001.
	16. Лялин С.В. Формирование и развитие рынка корпоративных облигаций в России. – Автореф.кан.дисс. – Спб.,2001.
	17. Марголит Г.Р. Участие ММВБ в формировании рынка корпоративных облигаций. // Индикатор,2000. - № 1.
	18. Облигационные займы в условиях макроэкономической нестабильности // Финансовый Бизнес. - 2000. - №2.
	19. Перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций // Финансовый Бизнес. - 1999. - №11.
	20. Повышение конкурентоспособности за счет новых источников финансирования: выпуск корпоративных облигаций // Тезисы доклада на третьих научных чтениях памяти профессора Ю.В. Пашкуса, 30 октября 1998 г. - СПб: Факультет менеджмента СПбГУ, 1999.
	21. Российский рынок корпоративного долга. Аналитический обзор. // Экономика и жизнь,2001. - № 34.
	22. Рынок корпоративных облигаций в 2000 году // Инвестиции Плюс. - 2000. - №7.
	23. Рэй И. Кристина Рынок облигаций. Торговля и управление рисками. – М.,2002.
	24. Солдатенков А.К. Нормативно-правовое регулирование рынка корпоративных облигаций. // Правоведение,2002. - № 3.
	25. Солдатенков А.К. Правовые проблемы регулирования облигаций. // Государство и право,2001. - № 5.
	26. Тимофеев А. Некоторые актуальные вопросы правового регулирования выпуска облигаций акционерного общества. // Вестник МГУ. Серия «Право»,2002. - № 3.
	27. Третьяков А. Кредитные риски корпоративных облигаций. // Индикатор,2002. - № 4.
	28. Целестинов К.Н. Классификация корпоративных ценных бумаг. / Корпоративные ценных бумаги (под ред. Козловского Ю.Д.). – М.,2000.
	29. Шамина А. Развитие рынка корпоративных облигаций в 2002 г. // Индикатор,2002. - № 3.
	30. Шамина А. Российские ипотечные облигации. // Финансовая газета,1999. - № 2.
1. Каверина С.К. Инвестиционные институты России. – М.,2002. – с. 99. [↑](#footnote-ref-1)
2. Каверина С.К. Инвестиционные институты России. – М.,2002. – с. 129. [↑](#footnote-ref-2)
3. Гарилин С.А. Рынок корпоративных облигации в России. – М.,2000. [↑](#footnote-ref-3)
4. Данилов М.Ю. Создание и развитие инвестиционного банка в России. – М.,2002. – с. 13-14. [↑](#footnote-ref-4)
5. Журков А. Перспективы развития рынка корпоративных облигаций. // Вопросы экономики,1999. - № 12. – с. 102. [↑](#footnote-ref-5)
6. Целестинов К.Н. Классификация корпоративных ценных бумаг. / Корпоративные ценных бумаги (под ред. Козловского Ю.Д.). – М.,2000. – с. 199-205. [↑](#footnote-ref-6)
7. Лялин С.В. Облигационные займы в условиях макроэкономической нестабильности. // Финансовый бизнес,2000. – № 5. – с. 15. [↑](#footnote-ref-7)
8. Лялин С.В. Облигационные займы в условиях макроэкономической нестабильности. // Финансовый бизнес,2000. – № 5. – с. 19. [↑](#footnote-ref-8)
9. Лялин С.В. Облигационные займы в условиях макроэкономической нестабильности. // Финансовый бизнес,2000. – № 5. – с. 20. [↑](#footnote-ref-9)
10. Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. – М.,2002. – с. 4. [↑](#footnote-ref-10)
11. За исключением п. 35-36 статьи 1 данного закона, которые вступили в силу со дня официального опубликования закона и не имеют отношения к корпоративным облигациям. [↑](#footnote-ref-11)
12. Зарегистрировано в Минюсте РФ 25 декабря 2001 г. №3121. [↑](#footnote-ref-12)
13. Солдатенков А.К. Нормативно-правовое регулирование рынка корпоративных облигаций. // Правоведение,2002. - № 3. – с. 104. [↑](#footnote-ref-13)
14. Размещение эмиссионных ценных бумаг – отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок (ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 г.). [↑](#footnote-ref-14)
15. Солдатенков А.К. Нормативно-правовое регулирование рынка корпоративных облигаций. // Правоведение,2002. - № 3. – с. 111. [↑](#footnote-ref-15)
16. Постановление ФКЦБ РФ от 17.09.96 г. №19. [↑](#footnote-ref-16)
17. В настоящее время ФКЦБ готовит Стандарты и по выпуску акций. [↑](#footnote-ref-17)
18. В старых стандартах требование оплаты денежными средствами размещаемых облигаций относилось только к облигациям, размещаемых траншами. [↑](#footnote-ref-18)
19. Тимофеев А. Некоторые актуальные вопросы правового регулирования выпуска облигаций акционерного общества. // Вестник МГУ. Серия «Право»,2002. - № 3. – с. 23. [↑](#footnote-ref-19)
20. Ст. 361 ГК РФ. [↑](#footnote-ref-20)
21. Информационное письмо ВАС РФ «Обзор практики разрешения споров, связанных с применением арбитражными судами норм ГК РФ о банковской гарантии» от 15.01.98 г. №27 // Экономика и жизнь. – 1998 г. - №7. [↑](#footnote-ref-21)
22. Тимофеев А. Некоторые актуальные вопросы правового регулирования выпуска облигаций акционерного общества. // Вестник МГУ. Серия «Право»,2002. - № 3. – с. 22. [↑](#footnote-ref-22)
23. Облигационные займы в условиях макроэкономической нестабильности // Финансовый Бизнес. - 2000. - №2. – с. 11. [↑](#footnote-ref-23)
24. Рэй И. Кристина Рынок облигаций. Торговля и управление рисками. – М.,2002. – с. 243. [↑](#footnote-ref-24)
25. Марголит Г.Р. Участие ММВБ в формировании рынка корпоративных облигаций. // Индикатор,2000. - № 1. – с. 32. [↑](#footnote-ref-25)
26. Марголит Г.Р. Участие ММВБ в формировании рынка корпоративных облигаций. // Индикатор,2000. - № 1. – с. 33. [↑](#footnote-ref-26)
27. Данилов М.Ю. Создание и развитие инвестиционного банка в России. – М.,2002. – с. 63-64. [↑](#footnote-ref-27)
28. Деление выпусков на "рыночные" и "нерыночные" носит в определенной степени субъективный характер. [↑](#footnote-ref-28)
29. Этот тезис не относится к банкам, которые сами являются профессиональными участниками финансового рынка и размещают свои облигации самостоятельно. [↑](#footnote-ref-29)
30. Лазорина Е. Налогообложение и учет корпоративных облигаций. // Бухгалтерский учет,2002. - № 4. – с. 42. [↑](#footnote-ref-30)
31. Лазорина Е. Налогообложение и учет корпоративных облигаций. // Бухгалтерский учет,2002. - № 4. – с. 43. [↑](#footnote-ref-31)
32. Лазорина Е. Налогообложение и учет корпоративных облигаций. // Бухгалтерский учет,2002. - № 4. – с. 35. [↑](#footnote-ref-32)