

**Государственная служба регулирования и надзора
за финансовым рынком
при Правительстве Кыргызской Республики**

УТВЕРЖДАЮ
Председатель
Государственной службы
регулирования и надзора
за финансовым рынком
при Правительстве
Кыргызской Республики
_____ С. Муканбетов

«___» _____ 2018 год

**Анализ регулятивного воздействия
к проекту постановления Правительства Кыргызской Республики
«О вопросах регулирования участников рынка ценных бумаг»**

Бишкек - 2018 год

Основания для разработки:

- Закон Кыргызской Республики «О внесении изменений в Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» от 13 апреля 2018 года № 38;

- приказ председателя Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики (далее - Госфиннадзор) от 10 мая 2018 года № 115-п.

Сроки
проведения АРВ:

15.05.2018 г.

20.06.2018 г.

(начало)

(окончание)

Рабочая группа:

Абиров М.М. _____

- заместитель председателя Госфиннадзора,
председатель рабочей группы;

Султанбаев У.С. _____

- главный специалист отдела политики
развития рынка ценных бумаг
Госфиннадзора,
секретарь рабочей группы;

Мукашова Г.А. _____

- начальник отдела политики развития рынка
ценных бумаг Госфиннадзора;

Аскарбекова М.Ж. _____

- исполнительный директор Общества с
ограниченной ответственностью Финансовая
компания «Сенти» (по согласованию);

Залепо А.В. _____

- управляющий директор Общества с
ограниченной ответственностью «BNC
Finance» (по согласованию);

Ташбаев А.К. _____

- вице-президент Закрытого акционерного
общества «Кыргызская фондовая биржа»
(по согласованию);

Шабданов А.С. _____

- генеральный директор Общества с
ограниченной ответственностью
консалтинговая компания «АТО-Финанс»
(по согласованию).

Ответственное лицо:

Султанбаев У. С. - главный специалист отдела политики развития
рынка ценных бумаг Госфиннадзора, т. 96-13-18, электронный адрес:
ulan_ss@mail.ru.

Объем ____ стр.,

Настоящий анализ регулятивного воздействия (далее - АРВ) подготовлен в соответствии с Методикой проведения анализа регулятивного воздействия нормативных правовых актов на деятельность субъектов предпринимательства, утвержденного постановлением Правительства Кыргызской Республики от 30 сентября 2014 года № 559.

Аналитическая справка

До настоящего времени проблемой национального фондового рынка является нехватка надежных финансовых инструментов. Поэтому сейчас как никогда актуально использование долговых финансовых инструментов как облигаций.

Повышение надежности профессиональных участников рынка, в том числе эмитентов долговых ценных бумаг ценных бумаг способно оказать помощь реальному сектору экономики.

Текущее состояние национального рынка ценных бумаг требует создания условий для появления квалифицированных инвесторов и регулирования деятельности посредством разработки проекта нормативного правового акта.

Проблемы регулирования квалифицированных инвесторов и установление требований к ним являются одним из основных факторов, сдерживающих их развитие.

Жогорку Кенешем Кыргызской Республики 13 апреля 2018 года принят Закон Кыргызской Республики «О внесении изменений в Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг».

В свою очередь принятый Закон Кыргызской Республики «О внесении изменений в Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» от 13 апреля 2018 года уделяет внимания, регулированию деятельности квалифицированных инвесторов, особенности выпуска и обращения ценных бумаг, предназначенных только для квалифицированных инвесторов.

В целях реализации вышеуказанного Закона Госфиннадзором разработан проект постановления Правительства Кыргызской Республики «О вопросах регулирования участников рынка ценных бумаг» (далее - проект постановления Правительства).

В целях совершенствования законодательной базы в сфере рынка ценных бумаг, деятельность на рынке ценных бумаг профессиональных участников разработан проект постановления Правительства, предусматривающий внесение дополнений и изменений в следующие нормативные правовые акты КР:

- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении минимальных требований к листингу ценных бумаг в Кыргызской Республике» от 17 апреля 2015 года № 224;
- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о выпуске и обращении облигаций в Кыргызской

Республике» от 1 июня 2011 года № 275;

- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения об эмиссии, обращении и погашении ипотечных ценных бумаг» от 15 марта 2017 года № 166;

- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о порядке выпуска, обращения и погашения жилищных сертификатов» от 17 июля 2012 года № 498;

- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о порядке государственной регистрации выпуска акций, условий публичного предложения акций, проспекта и итогов выпуска акций» от 31 мая 2011 года № 265;

- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о порядке регистрации правил паевого инвестиционного фонда, проспекта эмиссии инвестиционных паев и отчета об итогах первичного размещения инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда» от 27 мая 2011 года № 250;

- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о допуске ценных бумаг, выпущенных эмитентами других государств, к публичному предложению на территории Кыргызской Республики» от 23 сентября 2011 года № 588

- постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о раскрытии информации на рынке ценных бумаг» от 27 мая 2011 года № 253.

Кроме этого, проектом постановления Правительства предлагается утвердить следующее:

- 1) Положение о квалифицированных инвесторах и ценных бумагах, предназначенных для приобретения только квалифицированными инвесторами.

- 2) Положение об особенностях выпуска, обращения ценных бумаг и учета прав на ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, и иностранные ценные бумаги.

- 3) Положение о повышении квалификации работников профессионального участника рынка ценных бумаг.

- 4) Порядок выдачи и отзыва согласия на назначение (избрание) руководящего работника профессионального участника рынка ценных бумаг.

Сегодня в мире берет широкое развитие финансовых институтов и их инструменты, основанных на привлечение в основном иностранных инвестиций.

В последние годы рынок долговых ценных бумаг стремительно развивался. При этом по мере увеличения количества эмитентов и выхода на рынок все новых заемщиков возможно снижение кредитного качества обращающихся на нем долговых ценных бумаг, что существенно увеличивает риски потенциальных дефолтов и неисполнения эмитентами обязательств.

В этой связи проектом постановления Правительства предусматривается введение ряда требований к эмитентам облигаций.

Вводится новое понятие собрание держателей облигаций, основными функциями которого будут являться представление интересов облигационеров и согласование существенных изменений в условиях и проспекте выпуска облигаций, а также предусматривается требованиями к порядку и срокам созыва собрания держателей облигаций, а также к порядку принятия решений на собрании держателей облигаций.

Основной целью Госфиннадзора является определение путей активизации инвестиционной деятельности на рынке корпоративных облигаций.

Для достижения этой цели были поставлены следующие основные задачи:

- изучить экономическую сущность корпоративной облигации;
- изучить основные положения по выпуску, размещению, обращению и погашению корпоративных облигаций;
- проанализировать состояние рынка корпоративных облигаций в Кыргызской Республике;
- выявить и проанализировать проблемы эмиссии и обращения корпоративных облигаций на фондовом рынке;
- выработать предложения по устранению проблем, препятствующих развитию рынка корпоративных облигаций.

В связи с этим, было дополнение в Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» статьями 35¹ и 35², которые вводят требования к эмитентам облигаций, а также к порядку обращения облигаций в целях защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики.

Данные дополнения направлены на защиту инвестиций инвесторов в долговые ценные бумаги путем повышения требований для эмитентов долговых ценных бумаг и создания дополнительных механизмов, направленных на защиту прав владельцев долговых ценных бумаг.

Также Правительством Кыргызской Республики вводятся требования к средствам массовой информации, которые могут быть использованы для публикации информации о деятельности регулируемых субъектов рынка ценных бумаг, подлежащей обязательному опубликованию в соответствии с настоящим Законом и иными нормативными правовыми актами Кыргызской Республики.

В настоящее время субъекты рынка ценных бумаг публикуют информацию о своей деятельности в средствах массовой информации.

Однако, учитывая разнородность средств массовой информации по тиражу, периодичности, местам распространения и направленности инвесторы не всегда могут ознакомиться с подлежащей обязательному опубликованию информацией о субъектах рынка ценных бумаг.

Участники финансового рынка зачастую формально подходят к исполнению требований законодательства по вопросам раскрытия

информации для инвесторов, в том числе путем раскрытия информации в малоизвестных региональных СМИ с малым тиражом.

В связи с этим, предлагается внести соответствующие изменения в постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о раскрытии информации на рынке ценных бумаг» от 27 мая 2011 года № 253.

Статья 16¹ Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» содержит требования о предоставлении эмитентами облигаций необходимых документов подтверждающих соответствие требованиям для выпуска гарантированных и обеспеченных облигаций, а также вводится возможность продлить срок рассмотрения документов в случае представления дополнительных документов на государственную регистрацию условий публичного предложения ценных бумаг и проспекта в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг.

Предлагается соответствующие поправки внести в постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о выпуске и обращении облигаций в Кыргызской Республике» от 1 июня 2011 года № 275.

В целях интеграции рынка ценных бумаг Кыргызской Республики в международные рынки капиталов были внесены изменения в статью 18 данного Закона, согласно которым необходимо предоставить депозитариям право вести учет прав владельцев ценных бумаг иностранных эмитентов.

Внесенные изменения были отражены в постановлении Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о допуске ценных бумаг, выпущенных эмитентами других государств, к публичному предложению на территории Кыргызской Республики» от 23 сентября 2011 года № 588.

Кроме этого в целях доступа инвесторов к более полной информации о выпуске ценных бумаг дополняются требования к проспекту, предусмотренные статьей 20 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг».

Статья 30 данного Закона предусматривает сведения, включаемые в годовой отчет публичной компании, информацией о недвижимом имуществе публичной компании. Как правило, основным активом акционерного общества является недвижимое имущество. Детальные сведения (площадь, правовой статус, планируемые сделки, поступающие предложения) об объектах недвижимого имущества доступны менеджерам и аффилированным акционерам.

Внешние же акционеры имеют общие сведения, и зачастую могут не иметь представления о том, находится ли имущество или его часть всё ещё в собственности акционерного общества. Актуальная и достоверная информация о недвижимом имуществе, находящемся на балансе

акционерного общества крайне важна для принятия инвестиционных решений.

Альтернатива печатным СМИ существенно сокращает временные и финансовые затраты акционерных обществ и сотрудников, заинтересованные лица, в т.ч. акционеры и инвесторы в любое время суток, из любой точки земного шара могут получить доступ к опубликованным отчётам эмитентов. Рекомендуются и далее продвигать альтернативные способы и площадки для раскрытия информации.

В этой связи предлагается предусмотреть постановлении Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о раскрытии информации на рынке ценных бумаг» от 27 мая 2011 года № 253, согласно статьи 30 данного Закона возможность публичным компаниям публиковать краткое содержание отчета в электронных средствах массовой информации.

В статью 31 были внести изменения, согласно которым публичная компания будет обязана осуществлять раскрытие информации о совершении сделок с недвижимым имуществом. Акционеры, не представленные в органах управления акционерного общества и не работающие в нём, обычно не обладают оперативной информацией о финансово-хозяйственной деятельности общества.

Закон защищает права и интересы внешних акционеров через процедуры раскрытия информации о крупных сделках и при обнаружении фактов увеличения или уменьшения стоимости активов общества на 10 и более процентов.

Но бывают случаи, когда менеджмент избегает раскрытия информации. О факте продажи имущества, особенно недвижимого, внешний акционер узнает поздно, когда судебная перспектива не выглядит многообещающе. Предлагаемая инициатива позволит в большей степени защитить общество от нарушения корпоративных процедур.

В связи с этим, проектом постановления Правительства внесены соответствующие дополнения ряд решений Правительства Кыргызской Республики.

В целях сокращения рисков по ценным бумагам предлагается ряд решений Правительства Кыргызской Республики дополнить требованием, согласно которому не может быть осуществлена государственная регистрация выпуска ценных бумаг до признания итогов предыдущего выпуска ценных бумаг состоявшимися или несостоявшимися.

Кроме этого в целях поддержания высокого уровня знаний сотрудников профессиональных участников рынка ценных бумаг проектом постановления Правительства предлагается дополнить требованиями, предусматривающими согласование назначения на должность руководящих работников профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также их обязательное повышение квалификации.

Получение квалификационного свидетельства со сдачей экзаменов один раз и навсегда не гарантирует высокую квалификацию

профессиональных участников. Есть случаи, когда действующие специалисты не отслеживали изменения законодательства и нарушали его.

В этой связи в целях снижения рисков связанных с назначением на руководящую должность профессионального участника рынка ценных бумаг, людей допустивших нарушения требований законодательства Кыргызской Республики предлагается ввести процедуру согласования данных назначений.

Общепринятая практика по отношению к сертифицированным специалистам в различных областях предпринимательской деятельности - требование поддержания квалификации через обязательные курсы, выработанные профессиональными объединениями и согласованные с уполномоченными государственными органами.

Предлагается Правительством Кыргызской Республики утвердить Порядок выдачи и отзыва согласия на назначение (избрание) руководящего работника профессионального участника рынка ценных бумаг.

Предметом данного анализа стали проблемы, препятствующие использованию корпоративной облигации в качестве инструмента привлечения инвестиций, а объектом - рынок корпоративных облигаций.

Действующее законодательство определяет облигацию как эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный условиями выпуска срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента (Гражданский кодекс Кыргызской Республики).

Корпоративные облигации имеют нарицательную цену (номинал) и рыночную цену. Номинальная стоимость облигации обозначает сумму, которая берется взаймы и подлежит возврату по истечении срока ее обращения. Номинальная цена является базовой величиной для расчета, принесенного облигацией дохода.

Процент по облигации устанавливается к номиналу, прирост (уменьшение) стоимости облигации за соответствующий период рассчитывается как разница между номинальной стоимостью, по которой облигация будет погашена и ценой покупки облигации.

С момента их эмиссии и до погашения они продаются и покупаются по установившимся на рынке ценам.

Рыночная цена в момент размещения облигации может быть ниже номинала, равна номиналу и выше номинала.

В дальнейшем рыночная цена облигаций определяется исходя из ситуации, сложившейся на рынке облигаций и финансовом рынке в целом к моменту продажи, а также двух главных элементов самого облигационного займа. Этими элементами являются:

- перспектива получить при погашении номинальную стоимость облигации (чем ближе в момент покупки облигации срок ее погашения, тем выше ее рыночная стоимость);

- право на регулярный фиксированный доход (чем выше доход, приносимый облигацией, тем выше ее рыночная стоимость).

Рыночная цена облигаций зависит и от ряда других условий, важнейшим из которых является надежность (степень риска) вложений.

Преимущества облигации перед другими финансовыми инструментами для привлечения инвестиций.

При прочих равных условиях облигации являются более гибким способом мобилизации капитала для эмитента и вложения средств для инвестора. Нет ограничений на облигаций, на характер их обращений (свободно обращающиеся и с ограничениями) и владения ими (именные). Они могут выпускаться как в купонной (процентной форме), так и без купона.

Доход от инвестиций в акции основывается на получении дивидендов и разницы между ценой продажи и ценой покупки указанной ценной бумаги на рынке. И тот, и другой вид дохода являются прогнозными, оценочными величинами, размер которых эмитент гарантировать не может и, более того, не имеет права.

В отличие от акций, по облигациям эмитент не только может, но и обязан определить размер выплачиваемого дохода по ценной бумаге и обеспечить его выплату в установленный срок. При этом, беря на себя одинаковый риск, владельцы облигаций имеют преимущество перед акционерами.

Иными словами, владельцы облигаций имеют первоочередное право на получение дохода по сравнению с акционерами. Что касается преимуществ облигации перед кредитом банка, то эмитент облигаций, как правило, привлекает денежные средства по относительно более дешевой цене.

Привлекая средства в банк по одной цене, для того, чтобы оставаться кредитоспособными и прибыльными банки вынуждены размещать их по более высокой цене.

Облигация представляет собой альтернативное банковскому вкладу вложение капитала, поэтому процент (доходность) по облигациям сравнивается не с процентом по банковскому кредиту, а с процентом по банковскому вкладу.

**Сравнительная таблица
банковских кредитов и займов в виде выпуска облигаций**

Сравниваемые показатели	Банковский кредит	Выпуск облигаций
------------------------------------	--------------------------	-------------------------

Экономический смысл	<p>Банк привлекает деньги вкладчиков и предоставляет их в кредит под более высокий процент.</p> <p>Банк - посредник между хозяином денег (инвестором) и тем, кто их использует в бизнесе.</p>	<p>Прямой выход на инвестора, за счет чего - более низкий процент, который платит эмитент облигаций.</p> <p>Возможность поиска инвесторов на открытом рынке (путем открытой подписки).</p>
Оформление и контроль со стороны кредитора	<p>Взаимоотношения с банком-кредитором оговариваются на двусторонней основе при подготовке договора.</p> <p>Договор с банком, как правило, предусматривающий строго целевое использование кредита.</p>	<p>Государственная регистрация проспекта и условия выпуска, отчета об итогах выпуска и размещения в уполномоченном государственном органе по регулированию рынка ценных бумаг.</p> <p>Раскрытие эмитентом информации.</p> <p>Цели, на которые привлекаются средства кратко декларируются в проспекте эмиссии.</p> <p>Эмитент устанавливает правила обращения облигаций (сроки погашения, порядок выплаты доходов) самостоятельно при подготовке документов по эмиссии. В том числе эмитент может предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций по своей инициативе, а также возможность их погашения товарами или путем конвертации в акции.</p> <p>Владельцы облигаций (инвесторы) прямо не контролируют целевое использование денег.</p>

	Банк сам проверяет все документы заемщика и контролирует расход денег.	При подведении итогов эмиссии уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг проверяют сам факт оплаты облигаций, но не целевое использование полученных средств. Однако при открытой подписке на облигации эмитент должен будет каждый квартал представлять в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг и инвесторам отчет о своей деятельности с приложением бухгалтерского баланса, т. е. открытость эмитента.
Досрочный возврат средств	Досрочный возврат денег возможен в случае, если это предусмотрено условиями кредитного договора.	Досрочное погашение облигаций может быть предусмотрено условиями эмиссии.
Обеспечение	Способы, предусмотренные Гражданским кодексом Кыргызской Республики кредитным договором и устраивающие банк-кредитор. Индивидуальный подход к каждому заемщику.	Облигации без обеспечения АО не может выпускать в первые 3 года деятельности и не свыше размера собственного уставного капитала. Без ограничений может выпускать облигации с обеспечением. В этом случае надежность и солидность гарантийных обязательств нужна самому эмитенту для успешного размещения облигаций среди инвесторов.
Законодательные ограничения	Нормативы НБКР для кредитных организаций	Суммарный номинал облигаций АО без

по сумме	по рискам.	обеспечения третьих лиц (без гарантий и поручительства) - не выше собственного капитала. Для облигаций с обеспечением - не выше суммы такого обеспечения.
Учет прав	Бухгалтерские документы банка кредитора и организации - должника. В случае, если предмет залога - недвижимое имущество, то требуется нотариальное удостоверение договора об ипотеке и регистрация его в Едином реестре прав на недвижимое имущество.	Необходимость вести реестр владельцев облигаций, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятельность по ведению реестра.

Выпуск облигаций содержит ряд привлекательных черт для компании-эмитента: посредством их размещения компания может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей-кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика.

Следовательно, выпуск облигаций открывает для предприятий прямой источник привлечения инвестиций, в то же время не затрагивает отношения собственности. Вместе с тем со стабилизацией политического и экономического положения в Кыргызской Республике неизбежен рост предложения инвестиционных ресурсов со стороны иностранных инвесторов.

В последние годы рынок долговых ценных бумаг стремительно развивался. При этом по мере увеличения количества эмитентов и выхода на рынок все новых заемщиков возможно снижение кредитного качества обращающихся на нем долговых ценных бумаг, что существенно увеличивает риски потенциальных дефолтов и неисполнения эмитентами обязательств.

В этой связи, проектом постановления Правительства предусматривается введение ряда требований к эмитентам облигаций.

В связи с этим, принятие проекта постановления Правительства считаем необходимым.

1. ПРОБЛЕМЫ И ОСНОВАНИЯ ДЛЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ВМЕШАТЕЛЬСТВА

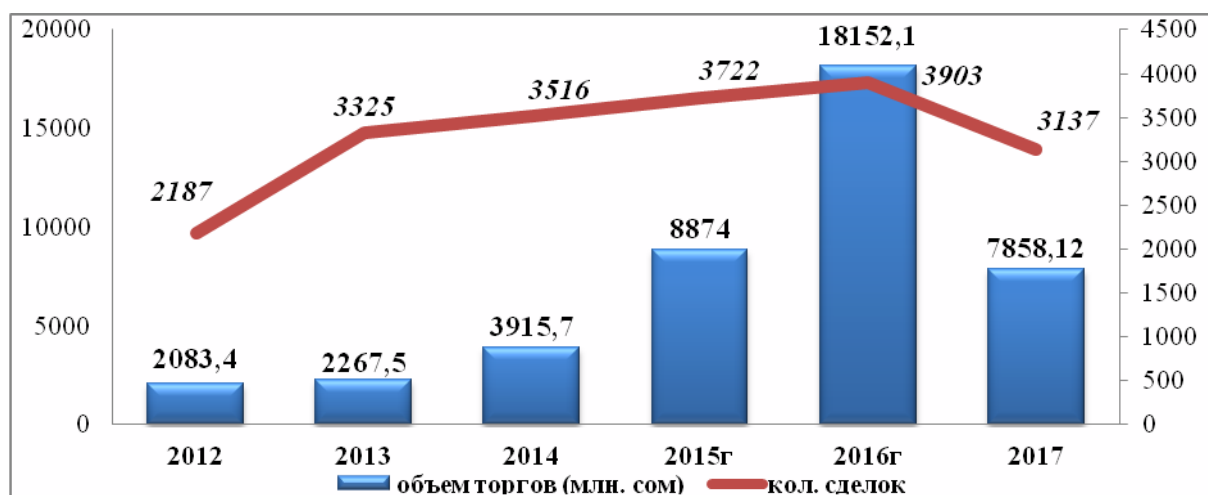
1) Основной проблемой для государственного вмешательства послужило нехватка надежных финансовых инструментов на фондовом рынке, т. е. повышение требований к облигациям, в том числе к проспекту для создания надежного, ликвидного инструмента для привлечения инвестиций.

Рынок долговых эмиссионных ценных бумаг в Кыргызской Республике сравнительно молодой по сравнению с рынками развитых стран.

За 2017 год объем торгов с ценными бумагами на рынке ценных бумаг составил 7 858 129 009 сомов, что значительно меньше аналогичного периода 2016 года. Изменение объема торгов наглядно показано в нижеследующей диаграмме 1.

Диаграмма 1

Объем торгов и количество сделок на рынке ценных бумаг



Данные диаграммы 1 свидетельствуют о слабой развитости рынка ценных бумаг Кыргызской Республики.

В связи с этим, государству в лице его государственных органов первоочередной задачей является развития рынка ценных бумаг, путем повышение требований к облигациям, в том числе их к проспекту.

Долговые эмиссионные ценные бумаги являются способом привлечения крупных объемов долгосрочного заемного финансирования.

Поэтому закономерно, что эмитентами долговых эмиссионных ценных бумаг являются как раз те, кто в таком финансировании нуждается - *крупные предприятия*, имеющие стабильный бизнес. Это, прежде всего крупные предприятия добывающей и обрабатывающей промышленности,

компании по оказанию коммунальных услуг, а также финансовые институты - в первую очередь банки.

Долговые эмиссионные ценные бумаги также служат инструментом финансирования малого бизнеса.

Это финансовый инструмент для крупных и, возможно, средних предприятий. В каждой стране есть некая минимальная величина, делающая выпуск долговых эмиссионных ценных бумаг рентабельным.

Для того чтобы долговые эмиссионные ценные бумаги применялись как финансовый инструмент, их должно быть много.

Спрос на долговые эмиссионные ценные бумаги предъявляют инвесторы - то есть субъекты экономики, имеющие временно свободные денежные средства.

Можно выделить следующие основные группы инвесторов, приобретающих долговых эмиссионных ценных бумаг:

- банки;
- небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды);
- частные инвесторы;
- корпоративные инвесторы.

Преимущества долговых эмиссионных ценных бумаг:

1. Низкий риск. Держатели надежных долговых эмиссионных ценных бумаг могут с большой долей вероятности быть уверенными в получении определенных сумм в будущем.

2. Удобство вложений. Золото и антиквариат также представляют собой низкорисковую форму вложений, но работа с ними сопряжена с гораздо большими проблемами - его необходимо хранить, оберегать от кражи, кроме того, реализация золота и антиквариата может потребовать длительного времени и высоких затрат.

Поскольку долговые эмиссионные ценные бумаги сопряжены с меньшим риском, они активно приобретаются теми, кто имеет высокий уровень риска по своим обязательствам, страховыми компаниями, пенсионными фондами, банками.

С другой стороны, физические лица зачастую готовы принять более высокий уровень риска для получения большего дохода - поэтому доля частных инвесторов среди держателей долговых эмиссионных ценных бумаг меньше, чем среди держателей более доходных инструментов.

Выпуск долговых эмиссионных ценных бумаг представляет собой альтернативный вид привлечения заемных средств.

В связи с этим, принятие проекта постановления Правительства позволит расширить количество надежных финансовых инструментов.

2) Обеспечение надежности вложений.

В большинстве развитых стран стало очевидным, что развитие сильного, оперативно реагирующего рынка ценных бумаг является

важнейшим условием экономического развития страны.

В настоящее время вопросы выпуска облигаций не регулируются должным образом нормативными правовыми актами.

Вместе с тем, в статье 39 Закона Кыргызской Республики «О хозяйственных товариществах и обществах» предусмотрено, что Общество вправе выпускать облигации с обеспечением на величину обеспечения, предоставленного самим обществом либо предоставленного обществу в этих целях третьими лицами.

Также согласно статье 27 Закона Кыргызской Республики «Об акционерных обществах» акционерное общество вправе выпускать облигации с обеспечением на величину обеспечения, предоставленного самим обществом либо предоставленного обществу в этих целях третьими лицами, после размещения предыдущего выпуска акций. Порядок, условия выпуска, размещения и погашения облигаций с обеспечением определяются законодательством Кыргызской Республики.

Проблемы выпуска облигаций охватывают республиканский масштаб (области, районы, города Кыргызской Республики).

В связи с чем, необходимо принятие нормативного правового акта, устанавливающего меры защиты инвесторов при выпуске, размещении и погашении облигаций.

«Дерево проблем»



Масштаб проблемы

По состоянию на 31 декабря 2017 года, профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики осуществляют 64 юридических лица, которым выдано 101 лицензия по следующим видам деятельности (таблица 1):

Таблица 1

№ п/п	Наименование	Количество (в единицах)
1	Организаторы торговли на рынке ценных бумаг	1
2	Депозитарная деятельность	3
3	Брокерская деятельность	30
4	Дилерская деятельность	32
5	Ведение реестра владельцев ценных бумаг	20
6	Доверительное управление инвестиционными активами	10
7	Инвестиционный фонд	5
	ВСЕГО	101

Данные таблиц 1 свидетельствуют о том, что наибольшее количество лицензий выдано на осуществление дилерской деятельности (32), на осуществление брокерской деятельности (30) и на деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг (20), а также на другие виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики.

За 2017 год объем торгов с ценными бумагами на рынке ценных бумаг составил 7 858 129 009 сомов, что значительно меньше аналогичного периода 2016 года. Изменение объема торгов наглядно показано в нижеследующей диаграмме 2.

Диаграмма 2

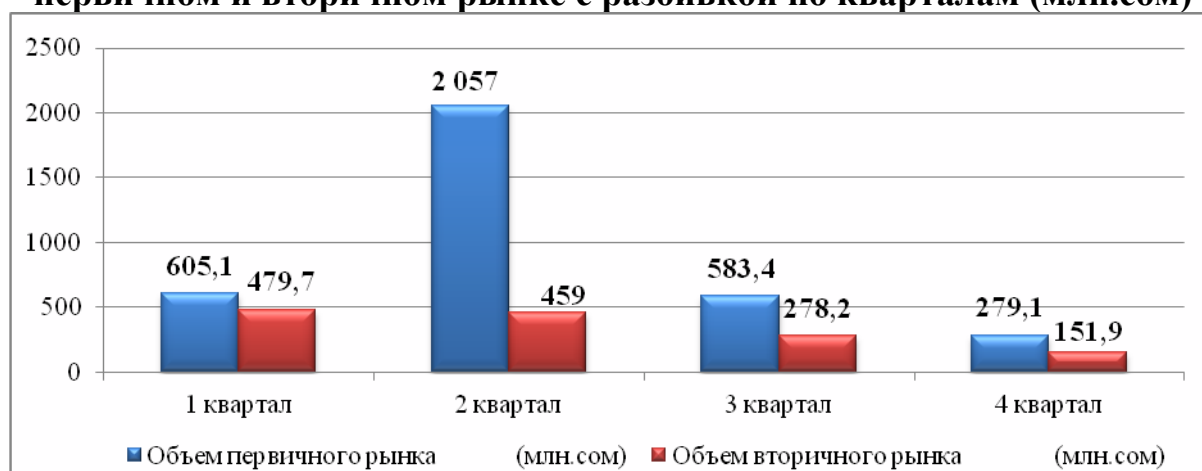


Такой резкий скачок объема торгов с ценными бумагами в 2016 году объясняется выпуском и размещением акций ОАО «Национальная энергетическая холдинговая компания» на сумму 6 204,5 млн. сомов, которые в свою очередь были оплачены ценными бумагами, что в итоге составило 12 409 млн. сомов, из 18 152 млн. сомов в 2016 году.

Количество заключенных сделок с ценными бумагами за отчетный период составило 3137 что на 19,6% меньше количества сделок за аналогичный период прошлого года.

Диаграмма 3

**Объем
биржевых торгов с ценными бумагами в течении 2017 года на
первичном и вторичном рынке с разбивкой по кварталам (млн.сом)**



Приведенная выше диаграмма 3, наглядно демонстрируют увеличение объемов сделок, проводимых брокерско-дилерскими компаниями через торговую площадку фондовой биржи в втором квартале 2017 года.

Анализ биржевых сделок на первичном и вторичном рынке, свидетельствует о том, что за 2017год в структуре объема торгов преобладал объем сделок, совершенных на первичном рынке.

Объем биржевых сделок на вторичном рынке ценных бумаг, характеризующий изменение в структуре собственников, составил 1 118 567 493 сомов, или 14,2% от общего объема торгов. Объем биржевых сделок на первичном рынке, за счет которого происходит привлечение финансовых ресурсов или перераспределение инвестиционного капитала, составил 3 525 181 589 сомов, или 44,9% от общего объема торгов.

Анализ биржевых сделок на первичном и вторичном рынке, свидетельствует о том, что за 2017год в структуре объема торгов преобладал объем сделок, совершенных на первичном рынке.

Объем биржевых сделок на вторичном рынке ценных бумаг, характеризующий изменение в структуре собственников, составил 1 118 567 493 сомов, или 14,2% от общего объема торгов. Объем биржевых сделок на первичном рынке, за счет которого происходит привлечение

финансовых ресурсов или перераспределение инвестиционного капитала, составил 3 525 181 589 сомов, или 44,9% от общего объема торгов.

Таблица 3

Общий объем сделок с разбивкой на первичный и вторичные рынки						
Общий объем	Объем первичного рынка (сом)	Объем вторичного рынка (сом)	Объем внебиржевого рынка (сом)	Объем первичного рынка в %	Объем вторичного рынка в %	Объем внебиржевого рынка в %
7 858 129 009	3 525 181 589	1 118 567 493	3 214 379 925	44,9	14,2	40,9

Таблица 4

Информация о сделках на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики по состоянию за 2016-2017 года				
Года	Количество сделок на рынке ценных бумаг за 2016-2017 годов, ед.	Объем торгов в сомах	Темп роста по объему торгов	Темп роста по количеству сделок
2016	3 903	18 152 083 431	-57%	-19,6%
2017	3 137	7 858 129 009		

Торги с корпоративными облигациями

В 2009 году по инициативе Госфиннадзора были приняты поправки в законодательство Кыргызской Республики, позволяющие предприятиям выпускать облигации вне зависимости от размера собственного капитала и времени существования фирмы.

Подобное изменение, а также ряд других поправок, в том числе снятие ограничений по облигациям не только для акционерных обществ, но и для обществ с ограниченной ответственностью (ОсОО), были внесены в Гражданский кодекс Кыргызской Республики, законы Кыргызской Республики «Об акционерных обществах» и «О хозяйственных товариществах и обществах».

Данные изменения послужили стимулом для выпуска облигаций и дальнейшего развития рынка корпоративных облигаций.

В отличие от банковских кредитов рыночная форма долга позволяет, как повысить оперативность и эффективность управления, так и снизить стоимость заимствования за счет привлечения большого числа инвесторов.

При получении кредита в банках предприятия были вынуждены соглашаться с требованиями банков, которые часто ставят заемщиков в невыгодное положение. Минусом банковского кредитования являются высокие затраты на обслуживание займа, короткие сроки на которые предоставляется кредит и малые суммы кредитования, связанные с заниженной оценкой залога, выставляемого в обеспечение кредита.

В настоящее время благодаря указанным поправкам в законодательство Кыргызской Республики рынок корпоративных облигаций динамично развивается.

За 2017 год на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» совершены 607 сделок с корпоративными облигациями ОАО «Салымфинанс», ОсОО «Аю», ЗАО «Кыргызский Инвестиционный Кредитный Банк», ЗАО МФК «Алма Кредит» и ОАО ТД «Мин туркун» на сумму 636 617 704,58 сомов.

За 2016 год на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» совершены 538 сделки с корпоративными облигациями ОсОО «Росказмет», ОсОО «Первая Металлобаза», ОАО «Салымфинанс», ОсОО «Аю» и ЗАО «Кыргызский Инвестиционный Кредитный Банк» на сумму 387 901 843,34 сомов.

Диаграмма 4



Рынок долговых эмиссионных ценных бумаг в Кыргызской Республике сравнительно молодой и поэтому его необходимо развивать.

Во всех развитых странах, с цивилизованным рынком долговых эмиссионных ценных бумаг предприятия получают путем выпуска и размещения долговых эмиссионных ценных бумаг.

Долговые эмиссионные ценные бумаги являются способом привлечения крупных объемов долгосрочного заемного финансирования.

В настоящее время рынок корпоративных облигаций Кыргызской Республики стремительно развивается. Но с ростом количества эмитентов и объемов совершаемых сделок одновременно растет риск невыполнения обязательств по облигациям перед держателями.

В настоящее время на фондовом рынке Кыргызской Республики выпускаются эмитентами только необеспеченные облигации. Необеспеченные облигации несут в себе определённые риски в виде неоплаты.

Внедрение новых требований к эмитентам облигаций и к проспекту в нынешних условиях очень актуально для экономики страны.

Выходом из сложившейся ситуации должна стать создание необходимых условий для защиты интересов инвесторов посредством разработки нормативного правового акта Кыргызской Республики.

Кроме того, вопросы выпуска долговых эмиссионных ценных бумаг до конца не отрегулированы на законодательном уровне.

При этом заинтересованными сторонами в данном процессе выступают:

- иностранные компании и банки заинтересованы инвестировать в долговые эмиссионные ценные бумаги Кыргызской Республики, в связи с их высокой доходностью. Однако отсутствие мер защиты прав инвесторов значительно снижает их привлекательность;

- отечественные организации, осуществляющие свою деятельность на финансовом рынке (инвестиционные компании, страховые компании, пенсионные фонды и другие организации) желающие приобрести ликвидные активы;

- физические лица, граждане Кыргызской Республики.

В связи с этим, все вышеуказанные компании и физические лица выражают заинтересованность в повышении надежности долговых эмиссионных ценных бумаг.

Вышеуказанные проблемы послужили основанием для государственного вмешательства.

Международный опыт

Международный опыт показывает, что практически во всех развитых странах мира при выпуске облигаций используется система рейтингования, которая позволяет инвесторам самим решать о целесообразности приобретения тех или иных ценных бумаг.

Так, например, в США произошла сегментация рынка корпоративных облигаций на «инвестиционные» и «неинвестиционные» сегменты.

Главная причина, по которой на развитых рынках имеет смысл проводить строгое различие между этими сегментами, заключается в том, что многие фонды имеют четко сформулированный запрет на инвестирование в облигации «мусорного» качества, в бросовые облигации (junk или high yield bonds), которые определяются как имеющие кредитный рейтинг ниже Baa3 (по версии Moody's) или BBB- (по классификации других крупнейших агентств, в т.ч. Standard&Poor's).

Однако учитывая малые объемы выпусков облигаций в Кыргызской Республики и реалии экономики Кыргызской Республики, а также отсутствие в Кыргызской Республики рейтинговых агентств, единственным выходом в сложившейся ситуации является усиление законодательных требований к эмитентам облигаций.

В соответствии со сложившейся мировой практикой рынок ценных бумаг регулируется государством. Законность осуществления эмиссионного процесса служит основой для совершения дальнейших сделок по их обращению и правовой гарантией реализации и защиты прав, удостоверенных эмиссионной ценной бумагой. Именно на этом этапе закладываются основы будущих правоотношений, связанных с размещением и обращением ценных бумаг, затрагивающие интересы широкого круга граждан и юридических лиц.

Кыргызская Республика с 4 ноября 1997 года является членом Международной организации комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions (IOSCO)), объединяющей регуляторов фондового рынка более чем 100 стран мира для сотрудничества, объединения усилий по созданию эффективных и «прозрачных» рынков, обмена информацией и опытом.

Одним из основных документов этой организации являются рекомендации «Цели и принципы регулирования рынка ценных бумаг» (сентябрь 1998 года).

Данный документ содержит 30 принципов регулирования рынков ценных бумаг IOSCO, которые должны быть практически внедрены в соответствующую законодательную базу для защиты инвесторов, обеспечения функционирования справедливого, эффективного и «прозрачного» рынка, снижения риска.

Главными задачами IOSCO являются координация сотрудничества между комиссиями по ценным бумагам разных стран с целью обеспечения более эффективного государственного регулирования национальных рынков ценных бумаг, обмен опытом государственно-правового регулирования рынка ценных бумаг и внедрение более совершенных методов регулирования рынка ценных бумаг, выработка единых стандартов поведения на рынках ценных бумаг и осуществление государственного надзора за международными соглашениями в области обращения ценных бумаг, взаимная помощь с целью обеспечения единства и неделимости рынков ценных бумаг и борьбы с правонарушениями.

Госфиннадзор предпринимает меры по усилению потенциала по регулированию и усилению надзора на рынке ценных бумаг, учитывая принципы лучшей передовой практики IOSCO.

Опыт развитых стран свидетельствует, что законодательная база, регулирующая выпуск, размещение и погашение долговых эмиссионных ценных бумаг, должна соответствовать следующим требованиям:

- выпуск долговых эмиссионных ценных бумаг, следует осуществлять в целостном правовом поле, в котором эффективное исполнение законов обеспечивается исполнительным органом власти, регулирующим рынок ценных бумаг;

- при выпуске долговых эмиссионных ценных бумаг, необходимо, публично контролировать экономическую деятельность эмитента. Это может выражаться в привлечении к разработке основных параметров займа андеррайтеров, финансовых консультантов и аудиторов, оценщиков, которые должны нести ответственность за обоснованность расчетов, основных параметров выпуска долговых эмиссионных ценных бумаг достоверность и полноту раскрытия информации;

- условия работы долговых эмиссионных ценных бумаг, должны быть едиными для всех типов эмитентов и инвесторов.

1) Цель государственного регулирования

Основная цель государственного регулирования заключается в защите законных прав и интересов инвесторов и держателей ценных бумаг сторон и выражается в следующем:

- государственная регистрация выпуска, размещения и погашения облигаций;

- принятие нормативного правового акта Кыргызской Республики, устанавливающего требования к облигациям;

- защита законных прав и интересов инвесторов и держателей ценных бумаг;

- модернизация и стимулированию роста производства, активизация развития фондового рынка республики, в целом способствовать мобилизации капитала в экономику, перераспределению денежных ресурсов в реальный сектор;

- снижение рисков финансовой нестабильности и неустойчивости, неплатежеспособности компаний;

- раскрытие информации на фондовом рынке для инвесторов.

Индикаторы достижения цели государственного регулирования

Индикаторами, достижения целей государственного регулирования выпуска облигаций будет являться:

- выполнение со стороны эмитентов ценных бумаг требований определенных нормативными правовыми актами;

- соответствующий контроль со стороны государства в исполнении этих требований;
- возможность компаниям Кыргызской Республики расширить возможности по привлечению денежных средств на фондовом рынке;
- инвесторам - диверсифицировать свои портфели с помощью новых ценных бумаг, расширяя возможности для привлечения и инвестирования средств, максимально приближает ее к международным стандартам;
- повышение интереса к национальному рынку и со стороны иностранных участников;
- снижение процентных ставок по банковским кредитам.

Кроме этого, индикаторами достижения целей государственного регулирования будет являться выполнение обязательств всеми сторонами требований определенных законодательством и соответствующий контроль со стороны государства за исполнением этих требований.

Качественные индикаторы:

Дальнейшим развитием рынка ценных бумаг является регулирование вопросов выпуска, размещения и погашения облигаций, и способствующих обеспечению защиты физических и юридических лиц, а также граждан.

Принятие данного проекта предполагает:

- повышение инвестиционного климата путем создания законодательной базы для повышения требований к эмитентам облигаций;
- повышение возможности по привлечению дополнительных инвестиций в страну;
- расширение возможности для привлечения и инвестирования средств, максимальное приближение ее к международным стандартам,
- создание условий для развития экономики и стабильности страны;
- компаниям и банкам инвестировать свободные денежные средства в облигации, в связи с их высокой доходностью;
- отечественным организациям, осуществляющие свою деятельность на финансовом рынке (инвестиционные компании, страховые компании, пенсионные фонды и другие организации) приобрести облигации;
- физическим лицам, гражданам Кыргызской Республики возможность вкладывать свои сбережения в облигации, которые привлекают своей ликвидностью и надежностью, лучше, чем банковские депозиты и прочие инвестиционные активы;
- совершенствование нормативных правовых актов Кыргызской Республики в сфере рынка ценных бумаг.

Количественные индикаторы:

Количественными индикаторами будут являться следующее:

- увеличение выпуска ценных бумаг в стране;

- увеличение денежных поступлений в виде налогов и иных платежей в бюджет страны;
- увеличение совершения сделок на фондовом рынке ценных бумаг;
- снижение долговой нагрузки на государственный бюджет;
- расширение круга инвесторов как иностранных, так и внутренних;
- возможность увеличения количества новых долгосрочных финансовых инструментов на территории страны.

2) Определение критериев различия вариантов регулирования

Вариант 1. Вариант «оставить все как есть»

Способ регулирования

Не принятие нормативного правового акта Кыргызской Республики приведет к тому, что не создадутся предпосылки для повышения привлекательности и привлечения инвесторов, не будет стимулирование роста ресурсов, модернизации экономики, стимулированию роста производства, способствовать мобилизации капитала в экономику, перераспределению денежных ресурсов в реальный сектор, в целом активизации развития фондового рынка республики.

В данных условиях возможно появление следующих рисков:

- появлению проблем и трудностей по желанию и возможности участия на рынке долговых ценных бумаг потенциальных его участников в процессе предложения, привлечения средств и проведения операций с ценными бумагами;
- росту снижения доверия населения и инвесторов к рынку облигаций, снижению деловой активности населения.

Вариант 2. Предполагает принятие проекта постановления Правительства Кыргызской Республики «О вопросах регулирования участников рынка ценных бумаг».

Данный вариант предполагает государственное вмешательство, т.е. регулирование выпуска и обращения, погашения долговых эмиссионных ценных бумаг путем повышения требований к эмитентам облигаций.

Также отмечаем, что для эмиссионных ценных бумаг необходимым условием их допуска в гражданский оборот является их государственная регистрация в установленном законом порядке.

Четкая регламентация этого процесса, реальная защита прав инвесторов являются условием снижения рисков, свойственных рынку эмиссионных ценных бумаг, и как следствие способны значительно снизить цену заимствований для эмитента.

В свою очередь это послужит стимулом для расширения практики финансирования за счет эмиссии ценных бумаг, вовлечения временно

свободных денежных средств юридических лиц и граждан в реальный сектор экономики, повлечет общее развитие экономики Кыргызской Республики.

Более того, государственная регистрация выпуска ценных бумаг служит надежной преградой и защитой от выпусков финансово необеспеченных эмиссий ценных бумаг и разного рода суррогатов ценных бумаг.

Данный вариант решения проблемы позволит повысить привлекательность финансовых инструментов на рынке ценных бумаг.

Способ регулирования

Государственное регулирование в области рынка ценных бумаг и всех участников данного процесса, а также государственный контроль осуществляются уполномоченным государственным органом по регулированию рынка ценных бумаг в соответствии с законодательством Кыргызской Республики.

Принятие данного проекта позволит:

- повышение инвестиционного климата путем повышения требований к эмитентам облигаций;
- повышение возможности по привлечению дополнительных инвестиций в страну;
- расширение возможности для привлечения и инвестирования средств, максимальное приближение ее к международным стандартам,
- создание условий для развития экономики и стабильности страны;

Для достижения этих целей планируется принять проект постановления Правительства.

Регулятивное воздействие

На сегодняшний день нормативно-правовая база, регулирующая выпуск облигаций, далека от совершенства и требует изменений и дополнений в соответствии с практическими потребностями национального рынка ценных бумаг.

Проект постановления Правительства разработан в целях совершенствования законодательной базы Кыргызской Республики, регулирующей выпуск и обращение облигаций.

Не принятие нормативного правового акта приведет к тому, что не создадутся предпосылки для повышения привлекательности и привлечения инвесторов, не будет стимулирование роста ресурсов на цели инвестиций, модернизации экономики, стимулированию роста производства, способствовать мобилизации капитала в экономику, перераспределению денежных ресурсов в реальный сектор, в целом активизации развития фондового рынка республики.

Все участники рынка не смогут более активно и ответственно работать на рынке ценных бумаг, руководствоваться определенными и едиными требованиями, а потенциальные инвесторы, покупатели ценных бумаг на практике столкнутся с определенными трудностями, которые могут привести к спаду, доверия инвесторов к рынку капиталов, что отразится на инвестиционном климате в стране в целом.

Целью законодательного регулирования отношений в процессе размещения облигаций является детальная регламентация действий эмитента и иных лиц в ходе эмиссии, а также создание правомерной модели их поведения.

В этом случае, правовое регулирование призвано минимизировать нарушения прав и законных интересов участников на первичном рынке ценных бумаг, которые могут привести участников отношений в заведомо невыгодное положение.

Необходимо учесть правовую природу государственной регистрации выпуска ценных бумаг, определяемой как особый юридический акт признания и подтверждения государством факта полноты представленных эмитентом сведений, законности связанных с эмиссией ценных бумаг действий эмитента на момент такой регистрации, а также условие правомерности последующих юридических действий, необходимых для реализации эмиссии ценных бумаг.

Оценка ожидаемых последствий

Регулирование и проведение государственной политики на рынке ценных бумаг, установление определенных, четких требований к выпуску, обращения и погашения облигаций в обязательном порядке должны регулироваться Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» и иными нормативными правовыми актами.

Проведение государственного регулирования является одним из основных условий для дальнейшего развития национального рынка ценных бумаг.

С принятием данного проекта ожидается рост выпуска и обращения облигаций, привлечение дополнительных денежных средств для корпоративных участников ценных бумаг, а для государства, дополнительные налоговые поступления в бюджет.

Ожидаемые последствия для профессиональных участников, т.е. предпринимателей долгового рынка ценных бумаг не предоставляется возможным. Так как подобная практика отсутствует в государстве.

В свою очередь, выпуск и обращение облигаций позволит укрепить финансовой устойчивости профессиональных участников долгового рынка ценных бумаг. Для них это еще дополнительная возможность привлечения денежных средств. Это в целом положительно отразится на национальном рынке ценных бумаг.

Если корпоративные участники будут более устойчивыми и надежными, то, национальный рынок ценных бумаг будет более эффективным, и будет способствовать увеличению привлечению зарубежных и отечественных инвестиций.

Также, государство не несет затрат на установление требований к выпуску, обращению и погашению облигаций, так как данное мероприятие осуществляется в рамках средств уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг.

Отрицательную сторону для профессиональных участников долгового рынка ценных бумаг (т.е. предпринимателей) невозможно определить, так как подобной практики на национальном рынке ценных бумаг отсутствует.

По мере появления операционного опыта на национальном рынке ценных бумаг, уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг будет пересматривать те или иные требования для указанных профессиональных участников в соответствии с законодательством Кыргызской Республики.

Реализационные риски

В процессе реализации предлагаемого проекта могут возникнуть следующие реализационные риски:

- политические; политический риск - опасности, возникающие в результате действия государственных органов или организованных групп лиц, действующих по политическим мотивам.
- экономические; экономический риск - события в национальной экономике, которые могут повлиять на результаты международной финансовой сделки.
- форс-мажор; («Форс-мажорное обстоятельство» обозначает стихийные бедствия, забастовки, войну, блокаду, молнию, пожар, шторм, лавину, наводнение, и другие причины и факторы в соответствии с международными законодательными нормами).

В целях снижения возможных реализационных рисков необходимо довести до всех заинтересованных сторон соответствующую информацию о значимости государственного вмешательства в данный процесс.

Принятие проекта постановления Правительства не несет в себе каких-либо негативных последствий. Возможно появление минимальных рисков, особо не влияющих на общество и экономику.

Воздействие позитивного характера:

- создание законодательной базы для повышения требований к эмитентам облигаций;
- создание надежной и устойчивой хозяйственной среды, необходимой для экономического роста страны;

- создание надежного финансового инструмента для привлечения инвестиций в экономику;
- максимальное использование возможностей рынка долговых ценных бумаг, как источника инвестиционных ресурсов;
- снижение рисков финансовой нестабильности и неустойчивости, неплатежеспособности в рынке ценных бумаг;
- обеспечение защиты законных всех участников данного процесса прав в соответствии с законодательством Кыргызской Республики.

Воздействие негативного характера.

Отсутствуют.

Принятие данного проекта окажет положительный толчок к дальнейшему развитию национального рынка ценных бумаг.

Правовые и иные анализы

В случае принятия данного проекта, каких либо социальных, экономических, правовых, правозащитных, гендерных, экологических, коррупционных последствий не вызовет.

Данный проект не противоречит нормам Конституции Кыргызской Республики и международного законодательства, ратифицированного в установленном порядке на территории Кыргызской Республики.

При этом сообщаем, что каких-либо отрицательных воздействий на конкуренцию не окажет.

Кроме того, принятие данного проекта дополнительных финансовых затрат из государственного бюджета не потребует.

Экономический анализ (расчет затрат и выгод)

Эмитенты, желающие выпустить облигации не понесут никаких существенных затрат, кроме обычных, необходимых, процедурных затрат по выпуску таких ценных бумаг.

В то же время в случае выпуска облигаций у компаний появляется возможность привлечения значительных дополнительных средств для развития своей деятельности.

В целом затраты государства останутся на прежнем уровне, бюджет и экономика издержек не понесут, т.е. принятие данного нормативного правового акта не влечет никакой дополнительной нагрузки на бюджет и будет осуществляться в рамках средств, предусмотренных законодательством Кыргызской Республики.

Общества сами самостоятельно решают вопросы привлечения дополнительных средств путем выпуска облигаций.

В случае привлекательности и прибыльности компании, она может периодически и регулярно осуществлять выпуски ценных бумаг при постоянном повышении спроса на их ценные бумаги.

Каждая компания в Кыргызской Республике сама определяет объем выпуска в зависимости от потребностей рынка, роста спроса, от возможностей и масштабов своей деятельности.

Как было отмечено выше, они понесут только необходимые, процедурные затраты по прохождению государственной регистрации эмиссии ценных бумаг в уполномоченном государственном органе по рынку ценных бумаг, а также по размещению таких ценных бумаг при публичной/закрытой эмиссии.

1. Прямые затраты на государственную регистрацию выпуска облигаций при частной эмиссии (закрытое размещение) и публичной эмиссии:

№ п/п	Наименование процедуры	Стоимость процедуры (в сомах)
1	Выписка из Единого государственного реестра на недвижимое имущество	237,6
2	Договор о залоге у нотариуса (госпошлина)	300
3	Наложение запрещения на продажу у нотариуса	100
4	Регистрация заверенного договора о залоге в Госсрегистре	810
	Итого	1447,6

№ п/п	Наименование процедуры		Стоимость процедуры, услуги, сом
Государственная регистрация эмиссии ценных бумаг			
1	<p>При частной (закрытое размещение) эмиссии ценных бумаг:</p> <ul style="list-style-type: none"> - подготовка информации и соответствующих документов эмитентом для представления в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг для государственной регистрации эмиссии ценных бумаг, <p>При публичной эмиссии ценных бумаг:</p> <ul style="list-style-type: none"> - подготовка Проспекта и Условия публичного предложения ценных бумаг, отчет об итогах выпуска и 		<p>200</p> <p>4 000</p>

	размещения ценных бумаг:		
2	количество затраченных листов и распечатка: - при частной (закрытое размещение) эмиссии ценных бумаг; - при публичной эмиссии ценных бумаг	20 листов х 1,5 сома 150 листов х 1,5 сома	30 225
3	затраты на транспорт по республике: - общественный транспорт (Бишкек) Итого в среднем транспортных расходов:	туда и обратно 10 х 5 = 20 х 5	100 100 сом
4	Комиссионный сбор за государственную регистрацию		1000
Итого прямые затраты предприятия: $P_{зп} = i + i$ При частной (закрытое размещение) эмиссии ценных бумаг: $P_{зп} = 3002,6 \text{ сом}$ При публичной эмиссии ценных бумаг: $P_{зп} = 6\,802,6 \text{ сом}$			

Косвенные затраты предприятия для регистрации эмиссии ценных бумаг (при частной эмиссии (закрытое размещение) и публичной эмиссии) (стоимость времени):

№ п/п	Наименование процедуры	Количество затраченного времени, в часах
1	Количество часов затраченных на одну процедуру (nt) (разработка необходимых документов для государственной регистрации: - при частной эмиссии (закрытое размещение); - при публичной эмиссии ценных бумаг.	2 12
2	Представление документов в уполномоченный орган нарочным (в среднем по республике)	1
3	Получение различных консультаций и рекомендаций	1
Всего часов: - при частной эмиссии (закрытое размещение) - 4 - при публичной эмиссий ценных бумаг - 14		

$$K_{зп} = K * (З_{ср} * nt / t)$$

$$K_{зп} = 15\,900 \text{ сом} * 4 / 176 = 361$$

Косвенные затраты предприятия при частной эмиссии (закрытое размещение)= 361 сом

$$K_{\text{зп}} = K * (Z_{\text{ср}} * nt / t)$$

$$K_{\text{зп}} = 15\,900 \text{ сом} * 14 / 176 = 1\,264$$

Косвенные затраты предприятия при публичной эмиссии ценных бумаг = 1 264 сом

Всего затрат предприятия: $Z_n = (П_{\text{зп}} + K_{\text{зп}}) * \text{кол-во предприятий}$
При частной эмиссии (закрытое размещение)

$$Z/n = (3002,6 \text{ сом} + 361) * 1 = 3\,363,6 \text{ сом}$$

При публичной эмиссии ценных бумаг: $Z_n = (6\,802,6 \text{ сом} + 1264) * 1 = 8066,6 \text{ сом}$

Расчет затрат для уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг:

Прямые затраты государственного органа при государственной регистрации выпуска акций (частная эмиссия (закрытое размещение) и публичная эмиссия):

№ п/п	Наименование процедуры	Стоимость процедуры, услуги, сом
1	Прием документов для государственной регистрации выпуска ценных бумаг специалистом (в среднем 1 документ в день)	20
2	Затраты на экспертизу документов (в среднем 1 документ в день)	200
3	Консультация предприятий при необходимости (в среднем 1 консультация в день)	100
	Всего прямых затрат государства:	320

$$П_{\text{зг}} = 320 \text{ сом}$$

Косвенные затраты государственного органа:

№ п/п	Наименование процедуры	Количество затраченного времени, в часах
1	Количество часов государственного работника затраченных на прием документов	1
2	Экспертиза и обработка документов	4
3	Дача заключения	1
	Всего затраченных часов:	6

При подсчете косвенных затрат государственного органа также используются коэффициенты функциональной нагрузки государственного работника:

1. Председатель - 5%
2. Заместитель председателя - куратор - 5%
3. Начальник отдела - 40%
4. Главный специалист - Исполнитель - 50%

Косвенные затраты государственного органа (Кзг) рассчитываются по следующей формуле:

$$Кзг = k * (Зср * nt/t),$$

где,

nt - количество затраченных часов;

t - количество рабочих часов в месяце

Зср - средняя заработная плата по государственному органу.

$$Кзг = 5\% * (22\,000 * 6/176) = 37 \text{ сом} - \text{председатель}$$

$$Кзг = 5\% * (18\,500 * 6/176) = 31 \text{ сом} - \text{куратор}$$

$$Кзг = 40\% * (15\,900 * 6/176) = 216 \text{ сом} - \text{начальник отдела}$$

$$Кзг = 50\% * (9\,200 * 6/176) = 156 \text{ сом} - \text{главный специалист}$$

$$\text{В среднем:} \quad \underline{220 \text{ сом}}$$

Итого: косвенные затраты государственного органа

$$Кзг = 220 \times 1 = 220$$

Затраты государства в общем $Зг = (Пзг + Кзг) * \text{кол-во предприятий}$

$$Зг = (320 + 220) \times 1 = 540$$

Общие издержки для экономики страны (Иэ):

При частной эмиссии (закрытое размещение)

$$Иэ = Ип + Иг = 3\,363,6 \text{ сом} + 540 = 3\,903,6 \text{ сом}$$

При публичной эмиссии ценных бумаг:

$$Иэ = Ип + Иг = 8\,066,6 + 540 = 8\,606,6 \text{ сом}$$

Общие издержки для экономики страны: 3 903+8 606,6=12 509,6 сом

Результаты общественных обсуждений

В соответствии с частью 1 статьи 22 Закона Кыргызской Республики «О нормативных правовых актах Кыргызской Республики проект постановления Правительства будет размещен для общественного обсуждения на официальном сайте Правительства Кыргызской Республики (www.gov.kg).

Результаты общественного обсуждения, будут отражены в итоговой редакции АРВ.

По мнению профессиональных участников рынка ценных бумаг, интерес к корпоративному рынку облигаций возрастает. Количество

корпоративных эмитентов на рынке будет увеличиваться, поскольку процентные банковские ставки будут слишком высоки для большинства заемщиков. Эмитенты будут стремиться повысить ликвидность своих облигаций и структурировать даже долгосрочные выпуски. Таким образом, проблема формирования и развития рынка корпоративных облигаций является весьма многогранной.

Для того чтобы рынок корпоративных облигаций оправдал возлагаемые на него надежды, необходимо реализовать комплексные меры по совершенствованию действующего законодательства, формированию механизма организованного рынка корпоративных облигаций, организации работы с эмитентами и другими участниками рынка ценных бумаг.

3) Альтернативный вариант регулирования - передать вопрос регулирования выпуска и обращения, погашения облигаций в Кыргызской Республике саморегулируемой организации.

Данный вариант регулирования противоречит требованиям законов «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «О хозяйственных товариществах и обществах».

Если регулирование вопросов выпуск, обращения и погашения облигаций будет осуществляться со стороны саморегулируемой организации, то тем самым не будет реализован государственный подход к данному вопросу.

При таком варианте, рынок ценных бумаг просто перестанет существовать и появятся дополнительные нагрузки для государственного бюджета. Можно 90% уверенностью можно говорить о появлении следующих реализационных рисков:

- политические; политический риск - опасности, возникающие для объекта рынка ценных бумаг в результате действия государственных органов или организованных групп лиц, действующих по политическим мотивам.

- экономические; экономический риск - события в национальной экономике, которые могут повлиять на результаты международной финансовой сделки.

- форс-мажор; форс-мажорное обстоятельство - стихийные бедствия, забастовки, войны, блокады, молний, пожары, шторм, лавины, наводнения, и т. д.

В целях снижения возможных указанных рисков, необходимо довести до всех заинтересованных сторон соответствующую информацию о значимости государственного вмешательства в данный процесс.

Способ регулирования

Если регулирование вопросов выпуска и обращения, погашения облигаций будет осуществляться со стороны саморегулируемой организации (СРО), то тем самым не будет реализован государственный подход к данному вопросу. Следует отметить, что СРО в сфере рынка ценных бумаг на сегодняшний день не функционируют на территории Кыргызской Республики.

Реализационные риски

Право саморегулируемой организации устанавливать требования к процедуре выпуска и обращения, погашения облигаций при возникновении различных интересов и позиций его членов, а также возникновению конфликтов между ними несет в себе риск к процессу формированию общих и единых принципов деятельности предпринимателей, к деятельности компаний, предоставлению им возможностей для дополнительного привлечения средств на развитие производства.

В данном случае это приведет к росту недоверию потенциальных инвесторов, населения к возможностям и желаниям активно участвовать на фондовом рынке.

Регулятивное воздействие

На протяжении последних лет на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики происходит развитие инфраструктуры, увеличение количества участников рынка, повышение их профессионализма, нарастают объемы операций с ценными бумагами. Но, несмотря на это, фондовый рынок в Кыргызской Республики сегодня характеризуется небольшими масштабами, низкой ликвидностью, «неоформленностью» в макроэкономическом смысле, неразвитостью материальной базы, технологий торговли, депозитарной и клиринговой сети.

Рынок ценных бумаг является очень масштабным и рискованным для финансовой безопасности нашей страны. Особая роль в регулировании рынка ценных бумаг отводится государству, которое обладает специфическим набором инструментов, управляющих данным рынком.

В этом случае саморегулируемая организация не сможет полноценно и эффективно влиять на процесс выпуска облигаций и их эмитентам, что в конечном итоге создаст проблемы, трудности инвесторам.

Саморегулируемая организация это организация различных представителей бизнес-сообщества, которые имеют различные представления, интересы и позиции по тем или иным вопросам. При обсуждении вопросов вполне вероятно у каждого представителя будет свое мнение, особая позиция и соответственно, не всегда будет принято

единое решение по требованиям к выпуску и обращения, погашения облигаций. Появление такого исхода решения не исключается. Соответственно это отразится на процессе установления общих, единых подходов по требованиям к выпуску и обращения, погашения облигаций.

Тем самым при таком варианте решения вопроса не будет обеспечено эффективное воздействие к процедуре выпуска, обращения, погашения облигаций, а также на деятельность компаний, повышению их привлекательности и стимулированию роста производства, на инвестиционном климате в целом.

Оценка ожидаемых последствий

Как было отмечено, действующее на текущий момент законодательство Кыргызской Республики не предусматривает требования, предъявляемые к деятельности саморегулируемым организациям по выпуску, обращению и погашению облигаций. Как нам известно, деятельность по выпуску, обращению и погашению облигаций должна регулироваться Конституцией Кыргызской Республики, законами Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» и иными нормативными правовыми актами.

Оценка ожидаемых последствий для профессиональных участников, т.е. предпринимателей долгового рынка ценных бумаг не предоставляется возможным. Так как подобная практика пока отсутствует в государстве.

Правовые и иные анализы

Учитывая возникновение различных интересов и позиций представителей, его членов саморегулируемая организация в целом не сможет разработать единый нормативный правовой акт.

В случае разработки и принятия его саморегулируемой организацией, то данный документ не будет обладать юридической силой, какой обладает нормативный правовой акт, который будет принят Жогорку Кенешем Кыргызской Республики.

Нормативный правовой акт, который будет утвержден Жогорку Кенешем Кыргызской Республики, подписанный Президентом Кыргызской Республики обязателен для субъектов предпринимательства. Это самое главное отличие двух документов.

Поэтому, право саморегулируемой организации устанавливать требования к процедуре выпуска, обращения и погашения облигаций не приемлем и в данном случае необходим только государственный подход, государственное регулирование данного процесса, осуществляющий уполномоченным государственным органом по регулированию рынка ценных бумаг.

Экономический анализ

В настоящее время на рынке ценных бумаг не существует подобной саморегулируемой организации, которая могла бы осуществлять подобное регулирование. Для деятельности любой саморегулируемой организации необходимо источники финансирования и соответствующие специалисты.

Создание и функционирование подобной саморегулируемой организации будет дополнительным финансовым бременем для профессиональных участников рынка ценных бумаг, так как финансирование возможно только со стороны взносов самих участников рынка ценных бумаг.

Требования, саморегулируемой организации не будут носить постоянный и обязательный характер, так как не обладают нормативным характером. Рынок ценных бумаг сам по себе не сможет периодически и регулярно их менять.

В связи с этим не можем представить экономические расчеты затрат и выгод саморегулируемой организации на рынке ценных бумаг.

Учитывая, на сегодняшний день отечественный рынок ценных бумаг менее развит и обладает меньшим объемом сделок, чем рынок страхования, создание и функционирование саморегулируемой организации, окажется большим бременем для самих профессиональных участников рынка ценных бумаг.

К примеру, в страховой деятельности существует саморегулируемая организация, которая функционирует за счет членских взносов, примерно их 17 участников - страховых организаций.

Ежегодный членский взнос одного участника - страховой организации составляет примерно 138 000 сомов.

Итого, общая сумма всех членов саморегулируемой организации 2 млн. 346 000 сомов.

Кроме этого, для подготовки соответствующих специалистов сфере рынка ценных бумаг потребуется определенное время и дополнительные финансовые средства.

Вопросы регулирования профессиональных участников рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике является сложным и подобные зарубежные подходы регулирования разные.

В связи с этим, на данном этапе развития отечественного рынка ценных бумаг альтернативный вариант передачи государственного регулирования профессиональных участников рынка ценных бумаг, к саморегулируемой организации является преждевременным.

Результаты общественных обсуждений

Бизнес структура, имеющая отношение к данному виду деятельности не поддержало данный вариант регулирования - передача государственного регулирования правоотношений в сфере выпуска

облигаций СРО, так как политику данного рода должны вести только государственные органы.

2. РЕКОМЕНДУЕМОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

При изучении вопроса регулирования выпуска, размещения и погашения облигаций, рабочей группой, независимыми экспертами было рассмотрено три варианта:

Первый вариант регулирования «оставить все как есть»

По мнению членов рабочей группы, необходимость в законодательном регулировании, то есть необходим порядок в этом секторе финансового рынка, на сегодняшний день законодательная база, регулирующая рынок ценных бумаг, далека от совершенства и требует дополнений и изменений в соответствии с практическими потребностями рынка.

Второй вариант регулирования - государственное регулирование.

В данном варианте регулирования заинтересованы все трое участников этого процесса - заемщик, эмитент и государство. Заемщику гарантирован защита его интересов. Эмитенту гарантировано признание его действий законными. Государству - регулирование.

Необходимо принятие проекта, необходимо повышение требований к эмитентам облигаций, т.е. принять вариант регулирования № 2.

Третий вариант регулирования - принятие проекта постановления Правительства, не предусматривающего порядок государственного регулирования выпуска, обращения и размещения облигаций (СРО).

На данном этапе развития этого направления предпринимательской деятельности, государство, а тем более саморегулируемые организации не готовы к принятию такого рода варианта регулирования.

По итогам проведенного анализа регулятивного воздействия (АРВ) рабочая группа предлагает принять проект постановления Правительства в указанной редакции, которым определено государственное регулирование процесса выпуска, размещения и погашения облигаций.

В этих целях как было указано выше, приказом председателя Госфиннадзора С.Т. Муканбетова от 10 мая 2018 года № 115-п образована рабочая группа, которому было поручено разработать и внести на рассмотрение в Правительство Кыргызской Республики проект постановления Правительства Кыргызской Республики «О вопросах регулирования участников рынка ценных бумаг».

Рабочая группа считает, что на сегодняшний день законодательная база, регулирующая рынок ценных бумаг, далека от совершенства и требует дополнений и изменений в соответствии с практическими потребностями рынка.

Проект постановления Правительства позволит компаниям расширить возможности по привлечению денежных средств через фондовый рынок, расширяют возможности для привлечения и инвестирования средств, максимально приближает к международным стандартам, что повысит интерес к национальному фондовому рынку и со стороны иностранных участников.

Тем самым, будет содействовать росту ресурсов на цели инвестиций, модернизации и стимулированию роста производства, активизации развитию фондового рынка республики, в целом способствовать мобилизации капитала в экономику, перераспределению денежных ресурсов в реальный сектор.

Подводя итог анализа, хотелось бы отметить, что при прочих равных условиях облигации являются более гибким способом мобилизации капитала для эмитента и вложения средств для инвестора.
