



Further development of the corporate bond market in Uzbekistan: gaps in legislation

Sh. EGAMBERDIYEV¹

Tashkent State University of Law

ARTICLE INFO

Article history:

Received August 2021

Received in revised form

20 August 2021

Accepted 15 September 2021

Available online

11 October 2021

Keywords:

capital market,
corporate bonds,
issuer,
investment intermediary,
regulator,
securities,
stock exchange.

ABSTRACT

The article discusses the further development of the national corporate bond market in Uzbekistan. The author proposes measures to simplify the procedure for issuing corporate bonds and methods for effectively informing entrepreneurs about new opportunities in the capital market.

2181-1415/© 2021 in Science LLC.

This is an open access article under the Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.ru>)

O'zbekistonda korporativ obligatsiyalar bozorining yanada rivojlanishi: qonunchilikdagi kamchiliklar

ANNOTATSIYA

Kalit so'zlar:

kapital bozori,
korporativ obligatsiyalar,
emitent,
investitsiya vositachisi,
regulyator,
qimmatli qog'ozlar,
fond birjasi.

Maqolada O'zbekistondagi milliy korporativ obligatsiyalar bozorini yanada rivojlantirish masalalari muhokama qilindi. Muallif korporativ obligatsiyalarni chiqarish tartibini va tadbirkorlarni kapital bozoridagi yangi imkoniyatlar to'g'risida samarali xabardor qilish usullarini soddalashtirish choralarini taklif qildi.

¹ Independent researcher, Tashkent State University of Law, Tashkent, Uzbekistan.

Дальнейшее развитие рынка корпоративных облигаций Узбекистана: пробелы в законодательстве

АННОТАЦИЯ

Ключевые слова:

рынок капитала,
корпоративные
облигации,
эмитент,
инвестиционный
посредник,
регулятор,
ценные бумаги,
фондовая биржа.

В статье обсуждены вопросы дальнейшего развития национального рынка корпоративных облигаций Узбекистана. Автором предложены мероприятия упрощения порядка выпуска корпоративных облигаций и методы эффективного осведомления предпринимателей о новых возможностях на рынке капитала.

Развитие рынка корпоративных облигаций становится одним из необходимых условий повышения устойчивости узбекской экономики и формирования новой модели роста в условиях коронавирусной пандемии, которая, к сожалению, нас до сих пор не покинула.

Ведь недавно рынок корпоративных облигаций Узбекистана находился в плачевном состоянии и не отвечал целям, которые перед собой ставит применение данного финансового инструмента во всем мире. За более чем 20 лет в Узбекистане было выпущено около 170 выпусков корпоративных облигаций, причем за последние 10 лет выпущено только 42 выпуска, а за последние 5 лет – всего 3 выпуска.

Основными недостатками предшествующие данному фактору было то, что согласно предыдущей редакции статьей 3, 5 и 6 Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» облигации могли выпускать только акционерные общества в пределах своего капитала при наличии трех лет положительной финансовой деятельности и рейтинга. Прежняя редакция статьи 30 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» также предусматривала ограничения для выпуска облигаций в пределах размера собственного капитала на дату принятия решения об их выпуске.

В то время как во всем мире корпоративные облигации являются удобной альтернативой банковскому финансированию, вышеуказанные нормы в национальном законодательстве существенно сокращали перечень организаций, которые могли выпускать такой финансовый инструмент. Так ввиду данных ограничений, в период 2010–2018 годов количество корпоративных облигаций в обращении снизилось с 41 до 17 ед., а их объемы с 512 млрд до 198 млрд сум, что составляет всего лишь 0,2% от суммы всех выпущенных акций.

Правительство Узбекистана несколько раз пыталось либерализовать данный порядок и обсуждение вопроса о необходимости возврата обществам с ограниченной и дополнительной ответственностью права выпуска корпоративных облигаций велось более 10 лет, с самого момента запрета подобных эмиссий.

И только в июле 2020 года Агентство по развитию рынка капитала Республики Узбекистан, (АРПК) ликвидация которого произошла в соответствии с решением главы государства Узбекистана от 03.04.2021 года № ПП–5053 добилась реализации своей инициативы и Президент Республики Узбекистан 21 июля 2020 года подписал Закон «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан», которое предусматривает внесение поправок в законы «Об

обществах с ограниченной и дополнительной ответственностью» и «О рынке ценных бумаг» и тем самым обратно предоставлено право ООО и ОДО выпускать корпоративные облигации.

Со стороны АРПК проведена значительная работа по устранению большинства проблемных и противоречивых элементов правил, что должно существенно упростить процесс регистрации и эмиссии облигаций. В частности, отменены требования по наличию 3 лет положительной финансовой отчетности, разрешен выпуск облигаций на сумму выше капитала эмитента (компания) с предоставлением обеспечения на превышающую сумму.

Вместе с тем, АРПК внесли соответствующие изменения в «Правила эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг» и тем самым установив новый порядок выпуска и размещения корпоративных облигаций как со стороны акционерных обществ, так и со стороны обществ с ограниченной и дополнительной ответственностью.

Итак, раз законодательство позволяет выпускать корпоративные облигации, почему количество выпусков не увеличивается. По данным регулятора рынка ценных бумаг с момента вступления в силу изменений в законодательстве было зарегистрировано всего 5 выпусков корпоративных облигаций со стороны ООО, что вовсе не соответствует ожиданиям инициаторов вышеуказанных изменений, которые должны были стать важным сигналом для частного бизнеса об открытости местного рынка капитала и возможности использования его инфраструктуры для привлечения альтернативных банковским кредитам источников финансирования.

ТАК ЧТО ЖЕ МЕШАЕТ ЭТОМУ?

1. Изучив мнение профессиональных участников рынка ценных бумаг (инвестиционных консультантов и посредников), мы пришли к выводу, что несмотря на новшества в законодательства сохранились некоторые положения. Которые усложняют выпуск эмитентами корпоративных облигаций.

В частности, согласно статье 6 Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» от 03.06.2015 года № ЗРУ–387 предусмотрено, что корпоративные облигации выпускаются в пределах размера собственного капитала эмитента на дату принятия решения об их выпуске. Если сумма корпоративных облигаций превысит размер собственного капитала эмитента, **то эмитент обязан предоставить обеспечение на превышающую сумму.**

Однако порядок предоставления данного обеспечения не установлен. ***Эмитент предоставляет обеспечение кому именно? Кто будет являться залогодержателем? Как взыскать имущество в случае дефолта?*** Все эти вопросы остались открытыми.

При этом в этой же статье вышеуказанного закона указано, что дополнительные условия выпуска корпоративных облигаций устанавливаются уполномоченным государственным органом по регулированию рынка ценных бумаг.

Однако «Правила эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг» также дублируют норму в виде **«Если сумма корпоративных облигаций превысит размер собственного капитала эмитента, то эмитент обязан предоставить обеспечение на превышающую сумму;»** и указывают что в случае превышения размера собственного капитала эмитент предоставляет одно из нижеследующих обеспечений третьих лиц на превышающую сумму: ***залоговое обеспечение недвижимого имущества, денежные или приравненные к ним средства; банковская гарантия, страховой полис страховой организации.***

Однако на практике, ввиду неясностей в законодательстве эмитенты затрудняются с выпуском, предусматривающие дополнительное залоговое обеспечение. Те выпуски, которые были зарегистрированы в них залогодержателем выступили инвестиционные посредники и большинство из этих выпусков проходило по закрытой подписке. То есть заранее знали и были уверены, что размещение облигаций будет выполнено на 100% и в этой связи инвестиционные посредники выступили в качестве залогодержателя.

Но при открытой подписке, при реализации которой облигации будут продаваться на открытом рынке, то есть на фондовой бирже, в таком случае инвестиционные посредники не хотят брать на себя ответственность и становиться залогодержателем, ведь в случае чего все инвесторы будут обращаться к инвестиционному посреднику, что отнимает много времени, приводит к судебным разбирательствам и т.д.

2. Поскольку рынок находится на ранней стадии развития и пока не получил широкого распространения, первые эмиссии должны быть проведены крупными, узнаваемыми компаниями и **предлагать существенную премию к действующим депозитным ставкам**, чтобы заинтересовать широкий круг инвесторов. Также наши предприниматели не осведомлены о сути и значения корпоративных облигаций. Ведь о банковских кредитах и условиях их получения знает каждый бизнесмен, а вот про корпоративные облигации ни в телевидении, ни в газетах, ни в социальных сетях нет достаточной информации, что является существенным фактором, препятствующий развитию рынка корпоративных облигаций.

Исходя из вышеизложенного, а также в целях ускоренного развития рынка корпоративных облигаций считается целесообразным:

– внести изменения и дополнения в Правила эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг, предусматривающие конкретный и упрощенный порядок предоставления залогового обеспечения, позволяющий эмитентам, профессиональным участникам рынка ценных бумаг и инвесторам без рисков выпустить и обеспечить обращение корпоративных облигаций, обеспеченных одним из видов обеспечения. При этом в обязательном порядке необходимо согласовать изменения и дополнения с самими участниками рынка ценных бумаг.

– регулятору рынка ценных бумаг, а именно Министерству финансов в лице своего Департамента развития рынка капитала должна проводить совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг **большую рекламную компанию, организовывать круглые столы, вебинары, в том числе через средства массовых информационных и социальных сетей**, в ходе которых будут разъяснять суть и значение корпоративных облигаций их разницу и преимущества от банковского кредитования.

Принятие данных поправок откроет дорогу многим компаниям, которые готовы к новому инструменту привлечения финансирования для реализуемых проектов, но не могут выпустить облигации из-за этих недостатков, активизирует рынок корпоративных облигаций до конца 2021 года, а также послужит реализацией положений «Программа развития рынка капитала в 2021–2023 годах», утвержденный Указом Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года № УП–6207.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ССЫЛКИ:

1. Газета «Народное слово» № 153 от 22.07.2020 (<http://xs.uz/ru/post/ovneseniiizmenenij-i-dopolnenij-v-nekotorye-zakonodatelnye-akty-respubliki-uzbekistan-6>).
2. Данные от официальных источников бывшего Агентства по развитию рынка капитала www.cmda.gov.uz и Министерства финансов Республики Узбекистан <https://www.mf.uz>.
3. Газета «Народное слово» город Ташкент, 21 июля 2020 года № ЗРУ–629 (<https://xs.uz/ru/35652>).
4. Балюк И.А. Рынок корпоративных облигаций: международный опыт и российская практика. Финансы: теория и практика / Finance: Theory and Practice. 2019;23(2):74-83. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2019-23-2-74-83>.
5. Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» от 3 июня 2015 г., № ЗРУ–387 «Народное слово» от 4 июня 2015 года № 111 (6264).
6. Правила эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг в редакции приказа директора Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан от 4 ноября 2020 года № 2020-14 (рег. № 2000-8 от 06.11.2020 г.) – Национальная база данных законодательства, 06.11.2020 г., № 10/20/2000-8/1493.
7. К. Срапионов – партнер инвестиционной компании Avesta Investment Group – «Доходный долг. Чем хороши корпоративные облигации» статья, опубликованная в электронные СМИ Газета.уз (<https://www.gazeta.uz/ru/2018/08/06/corp>).
8. Статья в издании NORMA.UZ «Корпоративные облигации станут альтернативой банковскому кредиту» (www.norma.uz/nashi_obzori/korporativnye_obligacii).
9. Постановление Президента Республики Узбекистан от 03.04.2021г. № ПП–5053 «Об оптимизации структуры и сокращении численности штатных единиц органов государственной власти и управления» (Национальная база данных законодательства, 03.04.2021 г., № 07/21/5053/0274).
10. Приказ генерального директора центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан от 30.08.2009г №2000 (<https://lex.uz/docs/1515254>).
11. Райская Н.Н. Фондовый рынок в системе финансирования инвестиций и инноваций // Мировая экономика и международные отношения. – N 11. – 2007. – С. 30–35.