

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ: ДРАЙВЕРЫ РОСТА

Е. Ф. Сысоева

Воронежский государственный университет

Поступила в редакцию 12 апреля 2018 г.

Аннотация: в данной статье раскрываются некоторые аспекты функционирования российского рынка облигаций, которые в современных условиях могут стать альтернативным инструментом банковского кредитования для российских организаций и инвестирования для физических и юридических лиц. Основной целью статьи является выявление новых источников развития (драйверов) роста российского рынка облигаций, идентификация новых инструментов данного сегмента финансового рынка, обзор предстоящих изменений законодательства в области рынка облигаций, способствующих повышению их инвестиционной привлекательности.

Ключевые слова: рынок облигаций, драйвер, корпоративная облигация, биржевая облигация, коммерческая облигация, эмитент, инвестор, программа облигаций.

Abstract: this article reveals some aspects of the of the Russian bond market functioning, which could become an alternative instrument of bank lending for Russian organizations and investment for individuals and legal entities in modern conditions. The article main purpose is to identify new development sources of (drivers) for the growth of the Russian bond market, identification of new instruments of this segment of the financial market, legislative forthcoming changes in the field of the bond market review, which help to increase their investment attractiveness.

Key words: bond market, drivers, corporate bond, stock exchange bond, commercial bond, issuer, investor, bond program.

В конце XX – начале XXI в. российский рынок облигаций был представлен в основном государственными долговыми инструментами (Государственными краткосрочными бескупонными облигациями (далее – ГКО) и Облигациями федеральных займов (далее – ОФЗ-ПК)). Корпоративные облигации не могли конкурировать в качестве инструментов финансирования с банковскими кредитами, поскольку проценты, выплачиваемые организациями по банковским кредитам, учитывались в составе внереализационных расходов и, следовательно, уменьшали налогооблагаемую базу по налогу на прибыль, а проценты по облигациям выплачивались эмитентами из чистой прибыли, хотя и в первоочередном порядке по сравнению с выплатой фиксированных дивидендов по привилегированным акциям и дивидендов по обыкновенным акциям.

В этой связи первым драйвером роста российского рынка корпоративных облигаций стало введение в действие главы 25 Налогового кодекса Российской Федерации (НК РФ) «Налог на при-

быль организаций», согласно которой в состав внереализационных расходов стали включаться проценты по долговым обязательствам любого вида, в том числе по ценным бумагам, эмитированным налогоплательщиком, что уменьшает его налогооблагаемую базу [1].

С 1 января 2015 г. в соответствии со ст. 269 НК РФ по долговым обязательствам любого вида доходом (расходом) признаются проценты, исчисленные исходя из фактической ставки, за исключением долговых обязательств любого вида, возникших в результате сделок, признаваемых в соответствии с НК РФ контролируруемыми сделками, т. е. были сняты ограничения на величину фактической процентной ставки, в том числе и по облигационным займам [1].

Еще одним драйвером роста российского рынка облигаций, связанного с налогообложением доходов инвесторов – физических лиц, выступило изменение налогообложения их доходов, которые приравниваются к налогообложению доходов по банковским депозитам (табл. 1).

В настоящее время эмиссия облигаций как источник финансирования организаций становится всё более привлекательной для организаций

реального и финансового секторов экономики по ряду причин:

– появление и законодательное регулирование новых разновидностей – биржевых и коммерческих облигаций;

– вариативность сроков обращения (от 1 дня до 30 лет) и объемов размещения (от десятков миллионов до десятков миллиардов рублей);

– возможность размещения среди неограниченного круга инвесторов или среди заранее определенного их состава;

– замещение выпуска векселей выпуском облигационных займов в силу снижения юридических и операционных рисков;

– значительное упрощение процедуры эмиссии облигационных займов.

Таблица 1

Налогообложение доходов физических лиц по банковским депозитам и облигациям [2]

Вид дохода	Ограничения	Банковский депозит	Государственные облигации	Корпоративные облигации, эмитированные с 1 января 2017 г. (вступил в силу с 1 января 2018 г.)
Процентный доход	Менее ключевой ставки ЦБ РФ + 5 %	0 %	0 %	0 %
	Более ключевой ставки ЦБ РФ + 5 %	35 %	0 %	35 %
Капитализированный доход	Срок владения более 3 лет	–	0 %	0 %
	Срок владения менее 3 лет	–	13 %	13 %

В современных условиях российский рынок облигаций динамично развивается. На 1 января 2017 г. его суммарный объем составил 10 трлн руб., количество эмитентов – 400. С начала 2015 г. число эмитентов выросло на 11 %, количество эмиссий – на 21 %, суммарный объем российского рынка корпоративных облигаций – на 51 %. За этот период времени доля корпоративных облигаций в общем объеме заимствований компаний реального и финансового сектора выросла с 13,97 до 19,5 % [3].

Растет доля российского рынка облигаций по отношению к валовому внутреннему продукту (ВВП): 2015 г. – 16,9 %; 2016 г. – 17,9 %; 9 месяцев 2017 г. – 21,1 %.

Введение экономических санкций против российских компаний и ограничение их присутствия на международном финансовом рынке привели к переориентации долгового финансирования на внутренний финансовый рынок: доля внутрироссийских размещений облигаций выросла с 50 % в 2010–2013 гг. до 80 % в 2014–2016 гг. [4].

Расширяется база инвесторов, размещающих временно свободные денежные средства в облигации. К основным типам инвесторов на российском рынке облигаций можно отнести:

– коммерческие банки. Их вложения в долговые обязательства всех видов составили на 1 января 2017 г. 9 365 634 млн руб., на 1 января 2018 г. – 9 945 539 млн руб., прирост оценивается в 6,2 % [5, с. 141];

– негосударственные пенсионные фонды (НПФ) и страховые компании, которые заинтересованы в привлечении «длинных» денег, но консервативны и законодательно ограничены в своих вложениях;

– управляющие компании паевых инвестиционных фондов, которые в большей степени руководствуются доходностью, чем надежностью облигаций, менее ограничены, чем НПФ, в выборе инструментов инвестирования;

– физические лица, для которых актуальной проблемой является поиск альтернативных банковским депозитам вариантов инвестирования с более высокой доходностью (табл. 2).

Таблица 2

Доходность инвестиций в депозиты, облигации и акции [3, с. 5]

Вид инвестиций	2014–2015 гг.	2016 г.	1 кв. 2017 г.
Рублевые депозиты	10 %	8 %	7 %
Долларовые депозиты	55 %	–15 %	–7 %
Индекс ММВБ	8 %	27 %	–11 %
Индекс государственных облигаций	5 %	15 %	13 %

Данные табл. 2 свидетельствуют о снижении привлекательности для российских инвесторов таких инструментов, как рублевые и особенно долларовые депозиты; резком снижении доходности портфеля акций (индекс ММВБ); росте доходности государственного долгового рынка в 2016 г. и некоторой коррекции данного сегмента рынка в сторону понижения доходности под влиянием снижения ключевой ставки Банка России.

Традиционным инструментом финансирования и инвестирования на российском финансовом рынке являются классические корпоративные облигации, которые именуется «plain vanilla», поскольку этот термин используется для обозначения самых простых финансовых инструментов. Классические облигации являются привлекательными для эмитентов, имеющих необходимое залоговое обеспечение.

На протяжении последних лет происходило последовательное упрощение процедуры выпуска облигаций под программу эмиссии, которая позволяет эмитентам существенно снизить трансакционные расходы на размещение выпусков.

Программа облигаций – решение уполномоченного органа управления эмитента об утверждении первой части решения о выпуске облигаций, содержащей определяемые общим образом права владельцев облигаций и иные общие условия для одного или нескольких выпусков облигаций.

В соответствии с действующими в настоящее время нормативными документами Банка России в рамках программы облигаций могут размещаться:

– документарные облигации с обязательным централизованным хранением без залогового обеспечения, если такие облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости, и выплата номинальной стоимости и процентов по таким облигациям осуществляется только денежными средствами;

– жилищные облигации с ипотечным покрытием;

– иные облигации в случаях, предусмотренных федеральными законами о ценных бумагах [6].

Назначение программ облигаций заключается в том, чтобы сначала зарегистрировать общий объем их потенциального выпуска, а затем по мере необходимости размещать отдельные транши, не осуществляя при этом дополнительных материальных и временных затрат.

Таким образом, преимуществом использования программ облигаций является большая оперативность в утверждении, регистрации и размещении отдельных выпусков, в частности, отказ от одного из этапов эмиссии – от утверждения советом директоров или единоличным исполнительным органом условий размещения.

Безусловным драйвером роста российского рынка облигаций являются изменения в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», направленные на упрощение всех этапов эмиссии, подготовленные Банком России [7]. К ним относятся следующие изменения:

– все эмиссионные ценные бумаги, в том числе облигации, будут выпускаться только в бездокументарной форме;

– будет устранено дублирование информации в основных эмиссионных документах (решении о выпуске, сертификате, проспекте ценных бумаг);

– решение о выпуске облигаций не надо будет подписывать на Совете директоров (если облигации не являются конвертируемыми в акции), подписать его может единоличный исполнительный орган или иное уполномоченное лицо эмитента;

– все облигации, кроме облигаций, конвертируемых в акции, можно будет выпускать с использованием механизма программы облигаций;

– эмитент облигаций, кроме облигаций, конвертируемых в акции, может не регистрировать отчет об итогах выпуска, а направить в регистрирующий орган уведомление об итогах выпуска;

– не надо будет регистрировать проспект ценных бумаг в следующих случаях, если: а) облигации предлагаются только квалифицированным инвесторам¹; б) облигации предлагаются заранее определенному кругу лиц, число которых не превышает 150 без учета квалифицированных инвесторов; в) эмитент путем размещения эмиссионных ценных бумаг в течение одного календарного года не привлекает более 1 млрд руб. (для банков – 4 млрд руб.); г) минимальный объем приобретения каждым потенциальным инвестором составляет

¹ Понятие «квалифицированный инвестор» введено ст. 51.2. Закона «О рынке ценных бумаг», где перечисляется состав квалифицированных инвесторов в соответствии с российским законодательством. Квалифицированный инвестор в меньшей степени подвержен рискам инвестирования из-за своей профессиональной подготовки и владения обширной информацией о рынке и обращающихся на нем инструментах. Соответственно, он может работать с более рискованными финансовыми инструментами. Кроме того, в соответствии с мировой практикой инфраструктурное обслуживание квалифицированного инвестора на рынке ценных бумаг обходится дешевле.

1,4 млн руб.; д) облигации размещаются в рамках программы облигаций и с даты регистрации проспекта облигаций, зарегистрированного одновременно с регистрацией программы облигаций, не истек один год;

– регистрацию выпусков будет осуществлять регистрирующий орган или регистрирующие организации (биржа, центральный депозитарий, регистратор).

Все эти положения, безусловно, будут способствовать повышению привлекательности облигаций как инструмента финансирования российских организаций.

Финансовый инжиниринг в нашей стране активно развивается, в том числе и применительно к инструментам долгового рынка. Как результат этого развития – появление в последние годы биржевых и коммерческих облигаций.

Биржевые облигации – эмиссионные ценные бумаги, позволяющие использовать источники долгового финансирования на срок до трех лет по упрощенной процедуре эмиссии. Данные облигации предназначены для широкого круга инвесторов и в этой связи размещаются и обращаются только на фондовой бирже.

Особенности размещения и обращения биржевых облигаций:

– эмитентом облигаций является хозяйственное общество, государственная корпорация или международная финансовая организация, если в котируемый список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, включены акции и (или) облигации указанных эмитентов;

– эмитент облигаций существует не менее трех лет и имеет утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершённых финансовых года;

– облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости;

– размещение осуществляется путем открытой подписки на торгах фондовой биржи;

– срок исполнения обязательств не может превышать три года с даты начала их размещения;

– облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии;

– оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляются только денежными средствами [7].

Решение о выпуске биржевых облигаций состоит из двух частей:

– программа биржевых облигаций (первая часть) содержит общие сведения о правах владельцев и другие общие условия для одного или нескольких выпусков биржевых облигаций;

– условия выпуска (вторая часть) содержит конкретные условия отдельного выпуска биржевых облигаций.

Биржевые облигации привлекательны для эмитентов, желающих выпускать облигации без обеспечения, но с условием их размещения путем открытой подписки и допуска к организованным торгам.

По данным АО «Московская биржа», с 2015 г. доля биржевых облигаций в структуре выпуска корпоративного долга превышает 80 %. Рост размещений биржевых облигаций за 9 месяцев 2017 г. составил более 40 % по сравнению к 9 месяцам 2016 г. [4].

АО «Московская биржа» предъявляет определенные требования (не зафиксированные в нормативных документах) к эмитентам биржевых облигаций:

– годовой объем выручки – 1–2 млрд руб.;

– соотношение «долг/ЕБИТДА» менее 3;

– предоставление отчетности по международным стандартам на протяжении не менее трех лет;

– прозрачность структуры собственности компании;

– следование стандартам корпоративного управления (наличие органов внутреннего аудита, присутствие в Совете директоров независимых директоров и т. п.);

– наличие кредитных рейтингов (только два российских рейтинговых агентства – «Эксперт РА» и «АКРА» Банк России признал соответствующим требованиям Федерального закона от 13 июля 2015 г. № 222-ФЗ) [8].

Коммерческие облигации – эмиссионные ценные бумаги, используемые для привлечения краткосрочного финансирования по упрощенной процедуре эмиссии, размещающиеся среди ограниченного круга инвесторов на внебиржевом рынке.

Особенности размещения и обращения коммерческих облигаций:

– регистрация выпуска осуществляется центральным депозитарием²;

² Центральный депозитарий – расчетный институт инфраструктуры рынка ценных бумаг, осуществляющий функции дематериализации и иммобилизации ценных бумаг, а также играющий роль центра расчетов по ценным бумагам [9].

– не требуется регистрации проспекта ценных бумаг и государственной регистрации отчета об итогах выпуска;

– облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии;

– размещение путем закрытой подписки;

– облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости;

– выплата процентов и номинальной стоимости осуществляется только денежными средствами;

– не могут быть обеспечены залогом;

– обращение на вторичном рынке ограничено адресными ссылками.

Коммерческие облигации являются инструментами, призванными повысить доступность и гибкость условий фондирования для заемщиков. Их называют инструментами «для самых продвинутых инвесторов – тех, кто разумно оценивает кредитный риск, не полагаясь на мнение рейтинговых агентств. В то же время, по мнению игроков рынка и регулятора, на сегодняшний день это самая простая и удобная рыночная альтернатива векселям и банковским кредитам» [10, с. 19]. С их распространением также появляется альтернативный банковскому кредитованию источник краткосрочного финансирования организаций различных организационно-правовых форм и размеров, в том числе средних и малых.

Коммерческие облигации могут выступить своеобразным «трамплином» для средних и даже малых организаций, позволяя опробовать технологию выпуска облигаций и создать положительную кредитную историю, которая поможет облегчить получение традиционных банковских кредитов и сделать следующий шаг в направлении размещения корпоративных и биржевых облигаций с более выгодными условиями фондирования.

Поскольку нормативно-правовое регулирование российского рынка ценных бумаг направлено на активизацию развития облигационного сегмента, то целесообразно выявить его преимущества и недостатки в качестве источника финансирования по сравнению с банковским кредитом.

В Российской Федерации статус центрального депозитария Приказом ФСФР России от 6 ноября 2012 г. № 12-2761/пз-и присвоен Небанковской кредитной организации «Акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий»» (НКО АО НРД).

Преимущества финансирования за счет эмиссии облигаций по сравнению с банковским кредитом:

– потенциальная возможность привлечения значительного объема финансовых ресурсов;

– диверсификация состава кредиторов (облигационеров);

– отсутствие залога;

– возможность рефинансирования и амортизации долга;

– более низкая стоимость заимствования при использовании программы облигационных займов;

– создание публичной кредитной истории;

– диверсификация источников заемного капитала;

– «удлинение» долга в качестве потенциально-го источника финансирования инвестиционных проектов.

Недостатки финансирования за счет эмиссии облигаций по сравнению с банковским кредитом:

– в большинстве случаев необходимость публичного раскрытия информации;

– дополнительные затраты, связанные с облигационным займом (2–3 % от объема первого займа, 1,5–2 % от объема последующих займов);

– затраты времени на организацию финансирования (в случае классических облигаций до 5–6 месяцев на первый заем, до 3–4 месяцев – на последующие займы);

– невозможность пересмотра ставки купона;

– желательность наличия кредитного рейтинга.

Новыми драйверами роста российского рынка облигаций, по нашему мнению, могут стать:

– облигации для финансирования проектов государственно-частного партнерства, в том числе инфраструктурные облигации – инструменты финансирования в объекты инфраструктуры экономики страны. На практике к данным облигациям относят облигации таких компаний, как ОАО «РЖД» и ПАО «ФСК ЕЭС», поскольку эмитенты представляют транспортную и энергетическую инфраструктуру. Однако привлекаемые на рынке средства через механизм таких облигаций не носят жесткой целевой привязки к конкретным проектам и фактически ничем не отличаются от обычных корпоративных облигаций. На рынке также существует практика выпуска облигаций публичной стороной для финансирования инфраструктурных проектов. На середину сентября 2017 г. Банк России зарегистрировал 28 выпусков концессионных облигаций на общую сумму 94,7 млрд руб. При этом Национальная ассоциация концессионеров и дол-

госрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ) относит к концессионным облигациям ценные бумаги исключительно частной стороны в концессионном соглашении [11, с. 26]. Концессионные проекты предполагают либо создание нового инфраструктурного объекта, либо модернизацию уже существующего. Для защиты прав владельцев концессионных облигаций эмитенты-концессионеры заключают соглашения с представителями владельцев облигаций, которые представляют их интересы при взаимодействии с концедентом, осуществляют мониторинг и контроль за деятельностью эмитента, внесудебных и процессуальных действий в случае дефолта эмитента, финансовую поддержку эмитента в чрезвычайных ситуациях, а также анализ и контроль реализации концессионного проекта;

– выпуск секьюритизированных инструментов. В широком смысле секьюритизация – это замещение классического банковского кредитования финансированием на фондовом рынке посредством эмиссии ценных бумаг. Выпущенные в результате секьюритизации ценные бумаги относятся к разновидности инструментов объектного финансирования, при которой предоставление финансирования происходит исходя не из надежности и кредитоспособности заемщика (в данном случае оригинатора³ или спецюрлица⁴), а исключительно в силу ценности и доходности актива, являющегося обеспечением по ценным бумагам [12, с. 38].

В Российской Федерации законодательно закреплён единственный вид ценных бумаг, обеспеченных активами – ипотечные ценные бумаги. Согласно ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» к ипотечным ценным бумагам относятся облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия.

Облигации с ипотечным покрытием – это облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается полностью или в части залогом в виде ипотечного покрытия. Данные финансовые инструменты могут быть эмитированы банками или специализированными организациями – ипотечны-

ми агентами и закрепляют право владельца на возврат уплаченной суммы и получение процента, выплачиваемого не реже одного раза в год.

Ипотечный сертификат участия – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права [13].

Перспективой развития данных инструментов могут выступать секьюритизированные инструменты на основе следующих будущих денежных потоков: налоговых поступлений, поступлений по кредитным картам, продажи авиабилетов, поступлений по оплате услуг ЖКХ (непроектные активы); от строительства автодорог, железнодорожных магистралей, аэропортов, объектов ЖКХ и др. (проектные активы).

К нефинансовым активам, пригодным для секьюритизации, можно отнести арт-активы, драгоценные камни, авторские права, патенты, лицензии. Данный сегмент секьюритизированных активов в России практически не развит;

– распространение опыта эмиссии и обращения «экологических» ценных бумаг: «зеленых» и «климатических» облигаций (green and climate bonds) [14] – инновационных финансовых инструментов для финансирования экологических проектов. Это облигации, которые эмитируются компаниями и банками разных стран, международными финансово-кредитными организациями, а также правительствами государств. В качестве основных покупателей этих ценных бумаг выступают крупные институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды, инвестиционные компании). Привлеченные средства от эмиссии «экологических» облигаций направляются на финансирование программ борьбы с изменениями климата и снижения антропогенной нагрузки на экосистему;

– реформирование российского рынка рейтинговых услуг в связи со вступлением в силу Федерального закона № 222 [8], которое было вызвано трансформацией международных финансовых отношений, введением экономических санкций в отношении Российской Федерации и системообразующих российский кредитных организаций. Отказ от оценок иностранных агентств и расширение применения отечественных рейтингов в регулировании финансово-кредитных отношений будет

³ Оригинатор – инициатор выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами. Оригинатор производит отбор активов, подлежащих секьюритизации; продает сформированный пул активов Спецюрлицу.

⁴ Спецюрлицо (специальное юридическое лицо) – эмитент ценных бумаг, обеспеченных активами, реализующий инициативу оригинатора. Для обслуживания данных ценных бумаг Спецюрлицо использует исключительно поток платежей, генерированный проданными активами.

способствовать, по нашему мнению, развитию инвестирования государственных финансовых ресурсов (средств Федерального казначейства, государственных внебюджетных фондов), пенсионных накоплений негосударственных пенсионных фондов, средств страховых организаций, профессиональных участников рынка ценных бумаг, собственных средств населения и т. д. в отечественную экономику.

ЛИТЕРАТУРА

1. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть вторая. Гл. 25. Ст. 269. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=284335&rnd=59C71D5117A94EE818539CA01F40104B&from=292712-9816#08629399106948776>.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть вторая. Гл. 23. Ст. 214.2. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/6e508f67e051bccbe249e6f0aebb2fa31f61a111.
3. «Бондизация» – развитие облигационного рынка // Аналитическая записка. – 2017. – № 12 (июль). – С. 2–3. – Режим доступа: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/14740/IFK_2017_07.pdf.
4. Бобовников А. Рынок облигаций Московской биржи : механизм выпуска биржевых облигаций / А. Бобовников // Рынок ценных бумаг. – 2017. – № 6. – С. 22–25.
5. Статистический бюллетень Банка России. – 2018. – № 2. – С. 141.
6. Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : утв. Банком России 11 августа 2014 г. № 428-П) (ред. от 03.08.2017). – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_169479.
7. Осюк И. Эмиссия выполнима / И. Осюк // Рынок ценных бумаг. – 2017. – № 6. – С. 10–12.
8. О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации : федер. закон Российской Федерации от 13 июля 2015 г. № 222-ФЗ. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_182646.
9. О центральной депозитарии : федер. закон от 7 декабря 2011 г. № 414-ФЗ (ред. от 13.07.2015 г. № 231-ФЗ). – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122865.
10. Буряков Д. Инструмент разумных инвесторов / Д. Буряков // Рынок ценных бумаг. – 2017. – № 6. – С. 19.
11. Бик С. Концессионные облигации как основа рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру / С. Бик // Рынок ценных бумаг. – 2017. – № 6. – С. 26.
12. Павельева Е. А. Организационно-методическое обеспечение процесса секьюритизации активов на российском финансовом рынке : монография / Е. А. Павельева, Е. Ф. Сысоева. – Воронеж : Воронежский ЦНТИ – филиал ФГБУ «РЭА» Минэнерго России, 2014.
13. Об ипотечных ценных бумагах : федер. закон Российской Федерации от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ (ред. от 25.11.2017 № 328-ФЗ). – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997.
14. Шершнева Е. Г. Роль банков в экологической модернизации экономики / Е. Г. Шершнева, Е. С. Кондюкова, Е. В. Емельянова // Вестник Воронеж. гос. ун-та. Сер. : «Экономика и управление». – 2018. – № 2. – С. 173–179.

Воронежский государственный университет
Сысоева Е. Ф., доктор экономических наук,
профессор, заведующая кафедрой финансов и кредита

E-mail: fin@econ.vsu.ru

Тел.: +7(473) 234-11-56

Voronezh State University
Sysoeva E. F., Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Finances and Credit Department
E-mail: fin@econ.vsu.ru
Tel.: +7(473) 234-11-56