

# Без ЗАЛОГА и поручителей

Полина Смородская

**С НАЧАЛА ГОДА УЖЕСТОЧИЛИСЬ ТРЕБОВАНИЯ К ПОРУЧИТЕЛЯМ ПО ОБЛИГАЦИЯМ, НАПРАВЛЕННЫЕ НА ЗАЩИТУ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ. ЧИСТЫЕ АКТИВЫ КОМПАНИЙ-ПОРУЧИТЕЛЕЙ НЕ МОГУТ БЫТЬ МЕНЬШЕ САМОГО ПОРУЧИТЕЛЬСТВА. ПРИ ЭТОМ ДОГОВОР ДОЛЖЕН ДЕЙСТВОВАТЬ ЕЩЕ КАК МИНИМУМ ГОД ПОСЛЕ ПОГАШЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ. НОВЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ КОСНУЛИСЬ ПОРЯДКА 30 ВЫПУСКОВ, КОТОРЫЕ БЫЛИ ЗАРЕГИСТРИРОВАНЫ НА НАЧАЛО ЯНВАРЯ, НО НЕ РАЗМЕЩЕНЫ. НЕОБХОДИМОСТЬ ИЗМЕНЯТЬ ЭМИССИОННЫЕ ДОКУМЕНТЫ ОТЛОЖИЛА РАЗМЕЩЕНИЯ РЯДА ЭМИТЕНТОВ, В ОСНОВНОМ КОМПАНИЙ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА.**

В январе вступили в силу изменения в закон «О рынке ценных бумаг», ужесточающие требования к поручителям по облигационным выпускам. Согласно нововведениям, объем поручительства не должен превышать стоимость чистых активов самого поручителя. Таким образом, исключается возможность оформления поручительства компаниями-пустышками.

Максимальный объем облигаций, выпущенных эмитентом, может быть не больше его уставного капитала и (или) объема поручительства. Как и раньше, компания, существующая менее двух лет, не вправе выпускать облигации без поручительства. Последние ограничения не распространяются на эмитентов, чьи бумаги включены в котировальный список бирж или обладают рейтингом (эмитент или облигации), а также на ипотечные бумаги и облигации, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Это означает, что в основном ограничения коснутся эмитентов второго и третьего эшелонов.

В середине января Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) опубликовала информационное письмо, в котором разъясняла, что новые требования коснутся тех выпусков, которые были зарегистрированы регулятором до нового года, но до сих пор не размещены. По словам представителя, на тот момент их насчитывалось порядка 30.

Как отмечали в своем отчете аналитики Райффайзенбанка, внесение изменений в планируемые выпуски (в основном компаний второго эшелона) может занять порядка 30–40 дней, что создает дефицит предложения нового долга во время ажиотажного спроса. По их оценкам, в России активы многих предприятий часто оформляются на различные юридические лица, что с учетом новых правил потребует либо консолидации активов на уровне одной компании, либо оформления поручительства со стороны нескольких дочек — а это займет дополнительное время.

Как сообщил заместитель начальника управления эмиссионных ценных бумаг ФСФР Павел Филимошин, с начала года ситуация с эмиссиями, оказавшимися вне закона, принципиально не изменилась. «По-прежнему около 30 зарегистрированных выпусков корпоративных облигаций с поручительством (на начало февраля — ред.) не соответствуют новым требованиям», — говорит он. Их эмитентам ФСФР России направила предписания о недопустимости размеще-

ния таких бумаг до их приведения в соответствие с новыми требованиями. Как отметил Павел Филимошин, срок, в течение которого будут устраняться несоответствия, зависит от самих эмитентов облигаций.

Изменения закона коснулись и сроков поручительства: он должен на год превышать дату погашения облигаций. «Ранее вообще не было требования о фиксации срока действия договора поручительства. На практике в большинстве случаев он составлял три месяца, но ничто не мешало сделать его и меньше», — комментирует Павел Филимошин. По его словам, при таком небольшом сроке действия договора поручительства велика вероятность того, что не все владельцы облигаций смогут воспользоваться своим правом и предъявить требование к поручителю. При этом, срок действия договора поручительства — это период, в течение которого требование к поручителю должно быть подано в суд. А до начала судебной процедуры, как правило, владельцы предъявляют требование самому поручителю, а если он это требование не удовлетворяет, идут в суд. «На наш взгляд, один год — это тот минимально разумный срок, который дает возможность всем владельцам облигаций, действующим с должной степенью осмотрительности, как обратиться с требованием к самому поручителю, так и подать иск к поручителю в судебные органы», — отмечает представитель ФСФР.

По мнению начальника отдела по торговле долговыми инструментами ФЦ «Инфина» Дмитрия Власова, введенные ужесточения удлинит срок выхода облигаций в рынок: «Те эмитенты, которые планировали аукционы на январь, вынуждены откладывать размещения. Это можно заметить по отсутствию традиционного всплеска размещений в начале года». Кроме того, вполне возможно, что часть эмитентов теперь для привлечения средств будет выбирать не рынок облигаций, а вексельный рынок, заключил Дмитрий Власов.

Управляющий директор группы RONIN Partners Василий Федоров, напротив, считает, что последствия новых изменений преувеличены. «По моим оценкам, существенно это может коснуться только 20–25% выпусков, которые были готовы к размещению», — сказал он, уточнив, что из трех мандатов на размещение облигаций его компании пришлось изменить документы только по одному выпуску. ©



**Михаил Малиновский,**  
юрист, юридическая  
фирма «Линия права»

## КОММЕНТАРИЙ

По-настоящему революционные изменения российского законодательства о рынке ценных бумаг, полностью вступившие в силу в 2010 году, заставляют российский рынок финансовых инструментов меняться. В законодательстве, среди прочего, появились специальные требования к классическим выпускам облигаций, обеспеченных поручительством.

### ПОРУЧИТЕЛЬ ПО ОБЛИГАЦИЯМ

Новая редакция статьи 27.4 закона «О рынке ценных бумаг» отныне устанавливает, что поручителями по выпуску ценных бумаг вправе выступать (1) коммерческие организации, стоимость чистых активов которых не меньше суммы (размера) предоставляемого поручительства; (2) государственные корпорации или государственные компании, если возможность предоставления ими поручительства допускается федеральным законом; (3) международные финансовые организации, такие как Евразийский банк развития, Международная финансовая корпорация, входящая в группу Всемирного банка, и Европейский банк реконструкции и развития (см. пп. 3 п. 2 ст. 51.1 закона «О рынке ценных бумаг»). Срок действия договора поручительства также изменен — теперь он не менее чем на один год должен превышать срок исполнения обязательств эмитента. Таким образом, ставшее традиционным формальное поручительство по облигациям, не обеспеченное собственными активами поручителя, становится невозможным в выпусках облигаций, которые предназначены для размещения среди неограниченного круга лиц.

### ТРЕБОВАНИЯ К ВЫПУСКУ

В закон «О рынке ценных бумаг» введена новая статья 27.5-4 «Особенности эмиссии облигаций хозяйственным обществом». Новелла содержит следующие требования к хозяйственным обществам, осуществляющим эмиссию облигаций: уставный капитал таких хозяйственных обществ должен быть полностью оплачен, а номинальная стоимость облигаций общества не должна превышать размера его уставного капитала и (или)

величину обеспечения, предоставленного обществу в этих целях третьими лицами. Иными словами, с учетом изъятий из описанного правила, традиционные инвестиции повышенного риска, как они определены положением о раскрытии, теперь становятся объектом инвестиций не для всех.

Указанные требования не применяются к (1) облигациям с ипотечным покрытием; (2) хозяйственным обществам, эмиссионные ценные бумаги которых включены в котировальный список (прошли процедуру листинга) на фондовой бирже; (3) хозяйственным обществам и (или) облигациям, имеющим кредитный рейтинг одного из рейтинговых агентств, аккредитованных уполномоченным Правительством РФ федеральным органом исполнительной власти, не ниже уровня, установленного федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (к моменту подготовки настоящего обзора указанные в данном пункте акты опубликованы не были); (4) облигациям, предназначенным для квалифицированных инвесторов.

### НЕРАЗМЕЩЕННЫЕ ВЫПУСКИ

Федеральная служба по финансовым рынкам в Информационном письме изложила официальную позицию по поводу того, что новые требования будут распространяться на все выпуски облигаций, размещаемые после 31.12.2009, независимо от даты их государственной регистрации.

В случае несоответствия зарегистрированных решений о выпуске облигаций с поручительством и проспекта облигаций с поручительством новым требованиям касательно поручительства в документы могут быть внесены изменения (со ссылкой на Информационное письмо ФСФР), в частности, предусматривающие:

- замену поручителя, не соответствующего требованиям, связанным с поручительством по облигациям, на другого поручителя, соответствующего требованиям;
- замену поручительства, не соответствующего требованиям, связанным с поручительством по облигациям, на другой вид (способ) обеспечения обязательств по облигациям — залог (статья 27.3 закона «О рынке ценных бумаг»), банковскую гарантию, государственную или муниципальную гарантию (статья 27.5 закона «О рынке ценных бумаг»);
- исключение поручительства, не соответствующего требованиям, связанным с поручительством по облигациям, если эмитент в соответствии со ст. 275.4 закона «О рынке ценных бумаг» вправе осуществлять эмиссию облигаций без обеспечения.

Полагаем, указанные изменения должны существенно поменять классическую структуру сделки по выпуску облигаций. Закон «О рынке ценных бумаг» предлагает следующие возможности для этого.

### Облигации для квалифицированных инвесторов

Облигации, предназначенные для квалифицированных инвесторов, могут быть не полностью обеспечены (объем выпуска облигаций может быть меньше суммы уставного капитала эмитента и предоставляемого обеспечения).

При этом надо помнить, что в силу положений закона «О рынке ценных бумаг» размещение таких облигаций не является публичным; они не могут размещаться в пользу лица, не являющегося квалифицированным инвестором, не могут быть включены в состав активов открытых паевых инвестиционных фондов или в состав активов акционерных инвестиционных фондов (за исключением акционерных инвестиционных фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов); не могут являться объектом для размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений негосударственных пенсионных фондов, а также объектом для размещения средств страховых резервов страховых организаций.

Эти ограничения могут существенно сузить потенциальную аудиторию для аллокации облигаций и, как следствие, сказаться на стоимости заемного капитала.

### Способы обеспечения обязательств по облигациям, кроме поручительства

К таким способам обеспечения обязательств закон «О рынке ценных бумаг» относит залог, банковскую гарантию, государственную или муниципальную гарантию. Учитывая сложные административные процедуры для получения банковской гарантии или гарантии публичных образований, использование залога как дополнительного способа обеспечения может рассматриваться как основной вариант для структурирования инструментов, размещаемых, в первую очередь, компаниями второго и третьего эшелона. Учитывая значительные изменения законодательства о залоге в 2009 году, именно залог как способ обеспечения обязательств по облигациям может позволить существенно повысить кредитные качества ценной бумаги и увеличить ее привлекательность для инвесторов.

### Включение ценных бумаг в котировальный список и IPO

Включение ценных бумаг компании в один из котировальных списков биржи теперь может облегчить привлечение заемного капитала. В соответствии с изменениями закона «О рынке ценных бумаг», облигации компаний, чьи акции или облигации включены в котировальный список биржи, могут быть не полностью обеспечены уставным капиталом эмитента и объемом предоставляемого обеспечения по выпуску.