Мария Карпачева,
советник,
юридическая фирма «Авакян, Туктаров и Партнёры»

Грядут ПЕРЕМЕНЫ

ПРИКАЗОМ ФСФР ОТ 3 ИЮНЯ 2008 ГОДА БЫЛИ УТВЕРЖДЕНЫ ПОСЛЕДНИЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ДЕЙСТВУЮЩУЮ РЕДАКЦИЮ «СТАНДАРТОВ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ И РЕГИСТРАЦИИ ПРОСПЕКТОВ ЦЕННЫХ БУМАГ», УТВЕРЖДЕННЫХ ПРИКАЗОМ ФСФР РОССИИ ОТ 25.01.2007 №07-4/ПЗ-Н (ДАЛЕЕ ПО ТЕКСТУ — «СТАНДАРТЫ ЭМИССИИ»). В ЧИСЛЕ ПРИНЯТЫХ ЕСТЬ ИЗМЕНЕНИЯ, КАСАЮЩИЕСЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ[1].

Необходимо отметить, что наиболее прогрессивные изменения касаются регулирования облигаций с ипотечным покрытием. Так, подпункт «б» пункта 6.7.2.2 Стандартов эмиссии изменил свою редакцию. Ранее этот пункт Стандартов эмиссии закреплял требование о том, что решение о выпуске облигаций с ипотечным покрытием должно содержать указание на то, что залогодателем является эмитент. Это требование вынуждало ипотечного агента приобретать портфель закладных еще до утверждения решения о выпуске облигаций, фактически за несколько месяцев до размещения облигаций.

В связи с ограниченной Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 №152-ФЗ (далее по тексту — «Закон об ИЦБ») правоспособностью ипотечного агента и с отсутствием у него собственных средств приобретение портфеля закладных представлялось возможным только за счет привлеченных ипотечным агентом кредитных средств. Однако здесь остро вставал вопрос о рисках банков, а именно, при выдаче ипотечному агенту кредита на приобретение портфеля закладных сумма кредита с причитающимися банку процентами могла быть выплачена только после размещения облигаций за счет средств, полученных от их размещения, а значит, как минимум через два месяца после предоставления самого кредита. При этом нельзя было исключать вероятность неразмещения облигаций с ипотечным покрытием или же размещения их не в полном объеме.

Кроме того, при выдаче такого кредита, проценты по которому будут выплачены только спустя несколько месяцев, норматив Н6 (максимальный размер риска на одного заемщика, установленный Инструкцией Банка России «Об обязательных нормативах банка» от 16.01.2004 № 110-И) для многих банков превышал максимально допустимое числовое значение в 25%, что влекло за собой невозможность секьюритизации портфеля закладных.

На практике в некоторых сделках использовался механизм бридж-финансирования. Одним из примеров бридж-финансирования является сделка Газпромбанка, который предоставил кредит ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» на приобретение портфеля закладных у «Совфинтрейда». Этот бридж-кредит был погашен из привлеченных в результате размещения облигаций ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» средств только через 2.5 месяца.

Однако бридж-кредиты в данном случае являются не только очень дорогим, но и очень рискованным инструментом, так как присутствует риск неразмещения облигаций. Получить такие кредиты от банков сейчас, после кризиса на американском ипотечном рынке, который вылился в кризис ликвидности на международных рынках капитала, практически невозможно.

[1] *В настоящее время изменения находятся на регистрации в Минюсте РФ.*

Настоящее изменение в Стандартах эмиссии позволит ипотечному агенту приобретать портфель закладных в дату начала размещения облигаций, что значительно снижает риски банков, так как оплата портфеля будет производиться не за несколько месяцев, как раньше, а практически одновременно с размещением облигаций, а имущество, составляющее ипотечное покрытие облигаций, до этого времени будет оставаться в собственности банка. Данная норма позволит выступать оригинаторами при выпуске облигаций с ипотечным покрытием многим банкам, для которых ранее это было невозможно в силу «запредельного» коэффициента риска на одного заемщика.

Возможность приобретать портфель закладных в дату начала размещения облигаций с ипотечным покрытием, безусловно, является прогрессивной для участников облигационного рынка.

Но, к сожалению, внесения изменений только в Стандарты эмиссии недостаточно для эффективной реализации данного механизма на практике. Необходимо также внести изменения в «Положение о деятельности специализированных депозитариев ипотечного покрытия» и «Правила ведения реестра ипотечного покрытия», утвержденные Приказом ФСФР России от 01.11.2005 №05-60/пз-н, и в «Положение о порядке определения размера ипотечного покрытия», утвержденное Приказом ФСФР России от 01.11.2005 №05-59/пз-н, так как данные нормативные акты составлены с учетом того, что на момент заключения договора со специализированным депозитарием эмитент облигаций с ипотечным покрытием уже будет являться собственником имущества, входящего в состав ипотечного покрытия. В настоящее время ведется работа по подготовке изменений, которые будут предусматривать возможность (1) заключения договора оригинатора со специализированным депозитарием до даты начала размещения под условие прекращения действия данного договора при возникновении прав на облигации у их первых владельцев и (2) вступления в силу с этого момента договора непосредственно эмитента ипотечных облигаций со специализированным депозитарием.

Следующим изменением, облегчающим процедуру подготовки эмиссионных документов, стало внесение изменений в подпункт «а» пункта 6.7.2.3 Стандартов эмиссии, который ранее устанавливал необходимость прикладывать реестр ипотечного покрытия к любому решению о выпуске облигаций с ипотечным покрытием. Сейчас же в случае если ипотечное покрытие закладывается в обеспечение исполнения обязательств по облигациям двух или более выпусков, реестр ипотечного покрытия может быть приложен к любому из решений о выпуске таких облигаций, а к решению о дополнительном выпуске облигаций с ипотечным покрытием реестр ипотечного покрытия вообще не прилагается.

Однако, по нашему мнению, требование о приложении реестра ипотечного покрытия к решению о выпуске облигаций с ипотечным покрытием явно избыточно, не соответствует международным стандартам, затрудняет анализ условий выпуска облигаций инвесторами и не создает для них дополнительных гарантий. Более того, реестр ипотечного покрытия, сформированный до даты подачи документов в ФСФР, не содержит достоверной информации, так как не учитывает плановые изменения ипотечного покрытия до момента государственной регистрации выпуска облигаций.

Поэтому требование прикладывать реестр ипотечного покрытия к решению о выпуске облигаций с ипотечным покрытием вообще необходимо отменить, а разрешить формирование реестра ипотечного покрытия непосредственно перед датой начала размещения ипотечных облигаций.

Изменения законодательства затронули и биржевые облигации, установив исключение из правила о том, что досрочное погашение биржевых облигаций допускается только после их полной оплаты и завершения размещения (п.6.8.2.3 Стандартов эмиссии ценных бумаг). Теперь предусмотрена возможность досрочного погашения биржевых облигаций до полной оплаты и завершения размещения в случае, если акции всех категорий и типов эмитента биржевых облигаций исключены из списка ценных бумаг, допущенных к торгам на всех фондовых биржах, осуществивших допуск биржевых облигаций к торгам. Данное изменение представляется логичным и обоснованным, так как не вынуждает эмитента дожидаться окончания размещения и оплаты облигаций, а также выплачивать НКД за прошедшие дни, если выплата накопленного купонного дохода предусмотрена.

Многообещающей — с точки зрения оптимизации процесса размещения ценных бумаг — в числе нововведений является закрепленная в Стандартах эмиссии возможность эмитента и/или уполномоченного им лица заключать предварительные договоры, содержащие обязанность заключить в дальнейшем основной договор, направленный на отчуждение размещаемых ценных бумаг первому владельцу, или собирать предварительные заявки на приобретение размещаемых ценных бумаг.

Также внесены изменения, ужесточающие требования к раскрытию информации о крупных сделках и сделках с заинтересованностью по размещению ценных бумаг в отчете об итогах выпуска ценных бумаг и уведомлении об итогах выпуска ценных бумаг. В обязательном порядке закреплена необходимость включения в комплект документов, предоставляемых в регистрирующий орган для регистрации отчета об итогах выпуска, копии протоколов, подтверждающих одобрение таких сделок.

Ранее в отчете об итогах выпуска ценных бумаг раскрывалась информация и предоставлялись протоколы, подтверждающие одобрение только крупных сделок эмитента и сделок, в которых имелась заинтересованность эмитента. С введением новых изменений (а именно: слово «эмитент» исключено) появилась необходимость раскрывать сведения обо всех крупных сделках и сделках, в совершении которых имелась заинтересованность, совершенных в процессе размещения ценных бумаг.

Последним среди наиболее значимых для рынка облигаций изменений является то, что в Стандартах эмиссии теперь закреплено положение о том, что органом управления, уполномоченным на принятие решения о досрочном погашении облигаций (по усмотрению их эмитента), является единоличный исполнительный орган эмитента облигаций, если иное не установлено федеральными законами или уставом эмитента облигаций. Таким образом, урегулирован ранее спорный вопрос о том, к компетенции какого же из органов управления относится принятие решения о досрочном погашении облигаций.

Кроме уже принятых изменений, хотелось бы немного рассказать о планируемых изменениях облигационного законодательства.

В апреле 2008 года по инициативе Ассоциации региональных банков «РОССИЯ» была создана рабочая группа по совершенствованию действующего российского законодательства о секьюритизации, в задачи которой входила разработка нового проекта закона о секьюритизации. Главными разработчиками закона выступили специалисты юридической фирмы «Авакян, Туктаров и Партнёры».

В июле 2008 года подготовка нового Проекта федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в целях создания условий для секьюритизации активов» была завершена.

Представленный в законопроекте пакет изменений предлагает:

- ряд норм, направленных на расширение круга финансовых активов, доступных для секьюритизации;
- эффективные правила о секьюритизации, призванные обеспечить возможность обособления финансовых активов, защиты денежного потока и придания большей гибкости финансовым инструментам, которые размещаются среди инвесторов;
- юридические механизмы снижения рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги, обеспеченные поступлениями по финансовым активам.

Среди основных принципов, которых придерживались разработчики законопроекта, можно перечислить соблюдение международных стандартов, предоставление свободы выбора рынков ценных бумаг и структуры секьюритизации, а также свободы наполнения элементов структуры сделки. Проект закона также направлен на совершенствование правового регулирования общего собрания владельцев облигаций и представителей владельцев облигаций.

Очевиден то факт, что российский рынок секьюритизации набирает обороты, а следовательно, нуждается в более эффективном правовом регулировании. Отметим, что профессиональные участники рынка секьюритизации, многие из которых принимали участие в обсуждении законопроекта на стадии его разработки, положительно оценивают уровень проработки в законопроекте ныне существующих недостатков законодательства о секьюритизации. Ожидается, что проект закона будет внесен в Государственную Думу РФ в конце 2008 — начале 2009 года.

В заключение хотелось бы отметить, что, несмотря на недостатки и пробелы, принятие последних изменений законодательства о рынке ценных бумаг, несомненно, имеет важное значение для развития российского облигационного рынка. На наш взгляд, дальнейшее совершенствование законодательства в данной сфере возможно при условии тесного сотрудничества регулятора рынка ценных бумаг с его непосредственными участниками, такими как юридические фирмы, банки, инвестиционные компании и рейтинговые агентства. Эффективность изменений в нормативные акты, подготовленных совместными усилиями, подтверждает целесообразность использования такого тандема в будущем.

Выдержка из законопроекта[2] «О ВНЕСЕНИИ ИЗМЕНЕНИЙ В НЕКОТОРЫЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ АКТЫ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В ЦЕЛЯХ СОЗДАНИЯ УСЛОВИЙ ДЛЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ»

Статья 4.

Внести в Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (Собрание законодательства Российской Федерации, 1996, N 17, ст. 1918; 2002, N 52, ст. 5141; 2007, N 1, ст. 45) следующие изменения:

1) в статье 2:

а) часть 1 изложить в следующей редакции:

«Эмиссионная ценная бумага — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;
- размещается выпусками (траншами);
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска (транша)».

б) часть 3 изложить в следующей редакции:

«Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в определяемый решением о выпуске облигации срок денежной суммы в размере номинальной стоимости облигации или в ином размере, определяемом в порядке, указанном в решении о выпуске облигации, либо иного имущества, определяемого решением о выпуске облигации.

Облигация может закреплять право ее владельца на получение дохода в размере фиксированного процента либо в ином размере, определяемом в порядке, указанном в решении о выпуске облигации, и (или) иные имущественные права.

Закрепляемые облигацией права и срок их осуществления могут в соответствии с решением о выпуске облигации зависеть от наступления определенных в нем обстоятельств».

в) дополнить новой частью 6 следующего содержания:

«Транш — часть ценных бумаг выпуска. Ценные бумаги транша предоставляют их владельцам равные права, указанные в решении о выпуске ценных бумаг. Объем прав, предоставляемый владельцам ценных бумаг одного транша, может отличаться от объема прав, предоставляемого владельцам ценных бумаг других траншей. При государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг каждому траншу присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги данного транша, а в случае если в соответствии с настоящим Федеральным законом выпуск эмиссионных ценных бумаг не подлежит государственной регистрации — идентификационный номер».

...

е) дополнить новыми частями следующего содержания:

«Специализированное финансовое общество — хозяйственное общество, созданное для определенной в уставе цели и соответствующее требованиям настоящего Федерального закона».

1 вариант: «Секьюритизация — действия, в силу которых специализированное финансовое общество или паевой инвестиционный фонд принимает на себя прямо или опосредованно риски, связанные с правами требования, иными активами, деятельностью (видами деятельности) третьих лиц, и выпускает ценные бумаги, стоимость и доходность которых зависят от указанных рисков.

2 вариант: Секьюритизация — действия, направленные на принятие прямо илиопосредованно рисков, связанных с правами требования, иными активами, деятельностью (видами деятельности) третьих лиц, и выпуск ценных бумаг, стоимость и доходность которых зависят от указанных рисков.

3 вариант: Без определения секьюритизации».

[2] *С текстом нового законопроекта можно ознакомиться на сайте юридической фирмы «Авакян, Туктаров и Партнёры» — основного разработчика закона — http://www.atpfinance.com/pub/ATP_Law_Draft_On_Securitisation_010708.pdf*