



ЕЛЕНА КУРИЦЫНА

Заместитель руководителя ФСФР России

## ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОЛИТИКА НА РЫНКЕ КАПИТАЛА

О СУЩЕСТВЕННЫХ ИЗМЕНЕНИЯХ ФОНДОВОГО РЫНКА МОЖНО СУДИТЬ ПО ТОМУ, КАКИЕ ОБЛИГАЦИОННЫЕ ВЫПУСКИ РЕГИСТРИРУЮТСЯ В ПОСЛЕДНИЕ ПОЛГОДА: 80—90% СОСТАВЛЯЮТ ВЫПУСКИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ, ТАК ИЛИ ИНАЧЕ, ЛИБО ГАРАНТИРОВАНЫ ГОСУДАРСТВОМ, ЛИБО ВЫКУПАЮТСЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ БАНКАМИ. И СОВСЕМ НЕБОЛЬШОЙ ПРОЦЕНТ ПРИХОДИТСЯ НА ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ, ЦЕЛЬ КОТОРЫХ — ПОПЫТАТЬСЯ РЕСТРУКТУРИРОВАТЬ ДЕФолТНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА. Однако необходимо помнить, что ЛЮБАЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ МОЖЕТ ВЫЗВАТЬ ПРОБЛЕМЫ, ЕСЛИ ЭМИТЕНТ, ОРГАНИЗАТОР ВЫПУСКА И ИНВЕТОРЫ, А ТАКЖЕ ФСФР РОССИИ И БИРЖИ, КОТОРЫЕ ОРГАНИЗУЮТ РАЗМЕЩЕНИЕ И ОБРАЩЕНИЕ ПУБЛИЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НЕ СДЕЛАЮТ ПРАВИЛЬНУЮ ОЦЕНКУ ВСЕХ ТЕХ ОБСТОЯТЕЛЬСТВ, КОТОРЫЕ ПРИВЕЛИ К СИТУАЦИИ, СЛОЖИВШЕЙСЯ К ОСЕНИ ПРОШЛОГО ГОДА, И НЕ ПРИМУТ ЭФФЕКТИВНЫХ МЕР, ЧТОБЫ ИЗБЕЖАТЬ ЕЕ В ДАЛЬНЕЙШЕМ.

К 2008 г. российский публичный рынок заимствований испытывал своего рода головокружение от успехов: и занять можно было дешево, и размещаться было куда. Люди перестали чувствовать баланс своего риска и своего доходного рейтингового интереса. Стало правилом, что эмитент делает новый заем только для того, чтобы покрыть предыдущий, ничего из этих денег не направляя на развитие, на решение глобальных задач.

Помимо глобальных финансовых проблем, эти факторы способствовали возникновению той ситуации, которую мы

сейчас наблюдаем на рынке. Начиная с 2008 г. мы имеем более 130 проблемных выпусков, если считать и дефолты по погашению, и дефолты по купонам, и проблемы с выплатой или неполной выплатой по офортам. И сегодня нам уже не удастся абстрагироваться от сложившейся ситуации, не получится говорить о том, что публичный рынок заимствований — это лишь отношения эмитента и инвестора и что эмитент должен добросовестно исполнять свои обязательства, а инвестор — трезво оценивать свои риски при инвестировании.

Что предпринимает в связи с этим ФСФР России?

### О СНЯТИИ ОГРАНИЧЕНИЙ ПО ВЫПУСКУ ОБЛИГАЦИЙ

Помимо законопроектов, которые ФСФР России уже достаточно давно предложила для обсуждения и которые сейчас находятся в Правительстве Российской Федерации, нами разработан законопроект, условно названный «О снятии ограничений по выпуску облигаций». Его основное преимущество заключается в том, что он позво-



ляет снять существующие сегодня барьеры, закрепленные в Гражданском кодексе РФ, касающиеся того, какие компании и в каком объеме имеют возможность выпускать облигации. Мы предлагаем пересмотреть эти требования и сделать определенные исключения для компаний, которые могут подтвердить свою кредитную способность.

Другое важное изменение, на которое хотелось бы указать, имеет принципиальный характер и для компаний, испытывающих в настоящее время финансовые затруднения, и для их кредиторов. В соответствии с действующим российским законодательством замена долгов долями в уставном капитале невозможна, поэтому если такие сделки и проходят, то они чаще всего выводятся из сферы действия российского законодательства и осуществляются преимущественно по зарубежному праву. ФСФР России предлагает снять эти ограничения и предоставить возможность кредитору и эмитенту дефолтных облигаций договориться, в том числе, и о вхождении в уставный капитал эмитента, если такая схема будет устраивать все стороны.

Наконец, третье существенное изменение, которое мы планируем ввести этим законопроектом, — установить определенные требования к поручителям. В настоящее время одна из основных проблем облигационного рынка (с точки зрения регуляторов и инвесторов, конечно, а не эмитентов) — отсутствие каких бы то ни было требований к поручителям, лицам, которые предоставляют обеспечение по облигационному займу. Планируется установить определенные требования, в том числе относящиеся к размеру чистых активов поручителя, с тем чтобы размер этих чистых активов в совокупности с размером чистых активов эмитента был достаточен для покрытия обязательств по облигационному займу. Кроме того, мы планируем ввести требование, согласно которому информация о финансовом состоянии поручителя должна раскрываться так же, как информация о состоянии эмитента: ежеквартально плюс в качестве существенных фактов при наличии серьезных изменений.

## О СОБРАНИИ ОБЛИГАЦИОНЕРОВ И ИХ ПРЕДСТАВИТЕЛЕ

Второй законопроект, разработанный ФСФР России, устанавливает новые требования к механизму защиты и гарантирования прав держателя облигаций. Предлагается ввести два новых института: собрание облигационеров и представитель облигационеров.

Собрание облигационеров — это общее собрание держателей облигационного займа конкретного эмитента, которое будет уполномочено принимать решения в раз-

личных вопросах, касающихся эмитента, в том числе в период какого-то конфликта, дефолтный период, в период неисполнения обязательств по оферте. Именно собрание облигационеров должно будет принимать решения о возможной реструктуризации по предложениям эмитента либо об обращении в суд с иском об истребовании соответствующих денежных средств или, если станет понятно, что у эмитента необходимых средств нет, с иском о банкротстве.

Принципиальным моментом, меняющим природу взаимоотношений всего пула облигационеров и эмитента, является то, что решение собрания облигационеров должно быть обязательным для каждого держателя облигаций. Даже если облигационер держит одну облигацию и при этом голосовал против реструктуризации, предложенной и принятой большинством облигационеров, этот держатель не будет вправе своим единоличным решением обратиться в суд и, применив обеспечительные меры, заблокировать дальнейшее развитие событий.

И здесь хотелось бы особо обратить внимание на то, что в текущей экономической ситуации на мировых финансовых рынках первоочередная задача и правительства, и финансовых регуляторов — всех, кто, так или иначе, имеет отношение к регулированию и надзору за финансовыми рынками, — сохранение максимального количества эффективно работающих предприятий и производств. Без них не будет ни публичного рынка, ни банковской системы, ни рынка труда. О последствиях не стоит и говорить.

На наш взгляд, сейчас существует возможность обеспечить стабильность работающему эмитенту — тому эмитенту, который сможет устоять в кризисной ситуации, расплатиться по своим долгам (пусть не сейчас, а через три, четыре, пять лет), на тех условиях, которые будут согласованы с облигационерами, и, может быть, даже несмотря на то, что кто-то посчитает, что его права нарушены. По нашему убеждению, в текущей рыночной ситуации такой инструмент будет крайне полезен.

Второй институт, который вводится этим же законопроектом, — это представитель облигационеров. Условно говоря, это профессиональный управляющий. Ему не будут передаваться облигации ни на праве доверительного управления, ни на каком ином, но он будет уполномочен пулом облигационеров осуществлять взаимодействие с эмитентом по всем вопросам, связанным с управлением определенной частью публичного долга эмитента. Мы предполагаем, что представитель облигационеров будет уполномочен, в том числе, на присутствие на заседаниях органов управления эмитентов, естественно, без права голоса, и именно он

будет представлять всех держателей облигаций, например, в судах.

Хочется отметить, что оба законопроекта, о которых идет речь, включены в план первоочередных мер Правительства по стабилизации финансовой ситуации в стране.

## О НОВЫХ ПРАВИЛАХ ЛИСТИНГА

Сегодня очень важно уделить особое внимание процессу возможности принятия инвестором инвестиционного решения по отношению к той или иной облигации. И здесь хотелось бы отметить инициативу Фондовой биржи ММВБ, которая уже зарегистрировала в ФСФР России положения, касающиеся новых правил листинга и делистинга бондов. Со своей стороны ФСФР России также намерена внести изменения в правила листинга в этой части и будет принимать меры, чтобы повысить кредитное качество тех облигаций, которые включаются в листинг. Очевидно, что самым простым инструментом для понимания кредитного качества облигаций является кредитный рейтинг. Соответственно, мы будем устанавливать требования к минимальному кредитному рейтингу для включения в листы.

Мы хотели бы, чтобы в листинг входили более ответственные эмитенты и, соответственно, чтобы права тех держателей облигаций, которые находятся в листе, были еще более защищены. Ни для кого не секрет, что денежные средства, принадлежащие нашим коллективным институтам инвестирования — Пенсионному фонду, Негосударственному пенсионному фонду, — могут размещаться только в те бумаги, которые включены в листинг. Именно поэтому хотелось бы очистить листы от ненадежных, некачественных бумаг.

Итак, суть предложения ФСФР России сводится к следующему: мы бы хотели, чтобы в листинг могли быть включены облигации, в решении о выпуске которых зафиксировано право держателей-облигационеров предъявить их к досрочному погашению на любом этапе, в любой срок, в случае если они будут делистингованы. Одновременно в требованиях к правилам листинга будет предусмотрено, как обязательное основание для исключения бумаг из листа, неисполнение обязательств по купону и обязательств по оферте (отсутствие объявления оферты, выкупа по оферте и т. д.).

Таким образом, выстраивается следующая схема: если бумаги находятся в листе и при этом по ним не исполнено обязательство, то держатели облигаций незамедлительно получают право на предъявление их к досрочному погашению. Соответственно, у эмитента не остается иного выхода, как платить по всему пулу облигаций вместе со всеми накопленными доходами либо всту-



пать с держателями облигаций в некий судебный процесс.

## ОБ УСЛУГАХ ОРГАНИЗАТОРОВ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ

Ни для кого не секрет, что почти все компании, которые занимали на рынке, пользовались услугами организаторов выпуска. При этом объем услуг организаторов никоим образом не стандартизирован, не описан, никаких требований к нему не предъявляется. То есть организаторы выпуска — это специалисты, которые заработали себе имя, накопили опыт и доказывают свой профессионализм, свое умение работать в этой сфере путем ежедневной работы с эмитентами. Мы не считаем, что действия и требования к работе компаний — организаторов выпуска должны быть зафиксированы в правоустанавливающих, нормативных, зако-

нодательных документах. Тем не менее для нас очевидно, что и для эмитентов, и для инвесторов было бы полезно понимать некий так называемый *best practice* организатора: что организатор может, что он должен делать, какие дополнительные услуги он может предложить. Это необходимо для того, чтобы эмитент на этапе организации выпуска понимал, что он может ждать от организатора. Никому не нужен организатор, который, получив эмиссионные документы, зарегистрированные в ФСФР России, отдает их эмитенту, и, собственно, на этом все их взаимоотношения заканчиваются.

Но не всегда даже из договора понятно, что еще можно требовать от организатора. Поэтому мы полагаем, что было бы полезно на уровне профессионального сообщества разработать некие стандарты и методичку работы организаторов выпуска, определить их взаимоотношения с эмитентом, их права

и обязанности по отношению к инвесторам на этапе размещения и обращения бумаг, особенно если выполняются функции маркетмейкера.

Одним из самых важных моментов должно стать описание роли организатора выпусков в случаях, когда у эмитента возникают проблемы с обслуживанием долга. Другой вопрос, что при заключении договора с организатором эмитент должен сам определить, что ему нужно и за что он готов платить. Именно поэтому мы уже предложили одной из наших саморегулируемых организаций начать работу над таким документом — неким сводом правил работы организатора выпуска облигаций. Эта работа уже идет, и хочется надеяться, что такой документ будет востребованным и профессионалами, и эмитентами, и инвесторами, когда ситуация на российском рынке стабилизируется. ■

### НОВОСТИ НДЦ

## Собственный капитал НДЦ по РСБУ по итогам 2008 года вырос на 28,6% — до 1,7 млрд рублей

НДЦ подвел финансовые итоги за 2008 г. Выручка НДЦ по РСБУ за 2008 г. составила 1 204 559 тыс. руб., что на 3,7% больше, чем за аналогичный период 2007 г. (1 161 801 тыс. руб.). Чистая прибыль составила 392 210 тыс. руб., что на 2% выше, чем за 2007 г. (383 636 тыс. руб.).

Размер собственных средств, рассчитанный по методике ФСФР России, составил 1 252 054 тыс. руб., снизившись за 2008 г. на 0,5% (на начало года — 1 258 641 тыс. руб.), что, тем не менее, соответствует нормативу достаточности, превышая его в 5 раз. Уменьшение размера собственных средств НДЦ на конец 2008 г. связано с приобретением дополнительных пакетов акций ЗАО «Расчетно-депозитарная компания» и ЗАО «Депозитарно-Клиринговая Компания», стоимость инвестиций в которые, согласно действующей методике ФСФР России, исключается из расчета собственных средств профучастника.

Собственный капитал НДЦ по РСБУ вырос за отчетный период на 28,6% и составил 1 743 942 тыс. руб. (на начало года — 1 355 383 тыс. руб.). Таким образом, достигнут уровень капитализации НДЦ, определенный решением Общего собрания членов НДЦ от 22 декабря 2005 г. (достижение к 1 января 2010 г. размера собственного капитала, равного 1,5 млрд руб.).

*«В 2008 г. НДЦ в очередной раз подтвердил позицию крупнейшего депозитария на российском финансовом рынке, — отметил Николай Егоров, Директор НДЦ. — Основные показатели деятельности НДЦ близки к значениям за предыдущий год. Положение НДЦ является стабильным, несмотря на общую кризисную ситуацию на фондовом рынке. Придерживаясь стратегии наращивания собственного капитала и обеспечения высокой финансовой устойчивости, мы планируем дальнейшее рациональное*

*масштабирование бизнеса, расширение сервисов, повышение качества обслуживания наших клиентов».*

Оборот НДЦ (рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций) за 2008 г. достиг рекордного значения в 60 979 610 млн руб., что на 1% больше, чем в 2007 г. (60 487 384 млн руб.). Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, открытых в НДЦ по состоянию на 31 декабря 2008 г., составила 4 130 040 млн руб.

Количество инвентарных операций по сравнению с соответствующим показателем 2007 г. выросло на 2% и превысило 2,5 млн операций, в том числе по акциям — 1,96 млн операций (78% от общего числа операций). Общее количество выпусков ценных бумаг, находящихся на обслуживании в НДЦ, возросло за 2008 г. на 14,8% и достигло 2759, в то время как количество эмитентов, ценные бумаги которых учитываются в НДЦ, достигло 1315, что на 8,2% выше показателя по итогам 2007 г. Количество депонентов НДЦ за 2008 г. увеличилось на 11,1% и составило 908.

В конце 2008 г. доля НДЦ на рынке услуг платежного агента составила 43,58% по номинальной стоимости принятых на обслуживание выпусков корпоративных и региональных облигаций. В 2008 г. НДЦ, как платежный агент, принял к обслуживанию 72 выпуска облигаций 65 эмитентов. Количество выпусков облигаций, обслуживаемых НДЦ в качестве платежного агента, достигло 290 выпусков по 206 эмитентам. Практически в 2 раза (на 99,7%) по сравнению с 2007 г. увеличился объем выплат купонов и сумм погашения через НДЦ как платежного агента корпоративных и региональных облигаций: в 2008 г. НДЦ провел 660 выплат на сумму 129 387 млн руб. (64 791 млн руб. за 2007 г.).