

## **ПРИМЕНЕНИЕ ЗАЛОГА ПРИ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ: ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ**

Одним из наиболее важных вопросов для инвестора при приобретении ценных бумаг является ликвидность такого объекта инвестиций. При этом ликвидность ценных бумаг облигационного типа непосредственно зависит от гарантированности исполнения эмитентом своих обязательств, связанных с возвратом их номинальной стоимости и выплатой процентов.

В соответствии с действующим законодательством Республики Беларусь допускается эмиссия обеспеченных и необеспеченных облигаций [1, 2]. Среди способов обеспечения исполнения обязательств при эмиссии этих ценных бумаг особое место занимает залог имущества (в том числе ипотека). Такой обеспечительный инструмент может применяться как непосредственно в отношениях между эмитентом облигаций и инвесторами, так и в отношениях, связанных с поступлением эмитенту денежных средств, предназначенных для исполнения обязательств перед инвесторами. В последнем случае речь идет, например, об обеспечении исполнения обязательств по облигациям банков или специальных финансовых организаций при осуществлении операций секьюритизации правом требования (правами (требованиями)) по кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости [3, 4]. При этом допустимый объем выпуска облигаций в большинстве случаев связан со стоимостью предмета залога. Так, в частности, при обеспечении исполнения обязательств по облигациям непосредственно залогом размер эмиссии не может превышать восемьдесят процентов стоимости обременяемого залогом имущества [5, п. 65]. Следует также отметить, что сведения о стоимости имущества, выступающего в качестве предмета залога, и способе оценки указываются в решении о выпуске облигаций [5, п. 11.4].

Объем одного выпуска облигаций специальной финансовой организации (СФО), обеспеченных правами (требованиями) с залоговым (в том числе ипотечным) покрытием, кроме связи с основной суммой долга и не уплаченными платежами по таким правам (требованиям) не может превышать стоимости (размера) обеспечения исполнения обязательств по указанным активам [4, п. 1.3]. Следовательно, эмитенту (в том числе СФО при осуществлении операции секьюритизации) для определения объема эмиссии облигаций необходимо оценить стоимость имущества, являющегося предметом залога. Такая обязанность эмитента установлена вне зависимости от предмета залога (отдельные виды ценных бумаг, транспортные средства, недвижимое имущество). При осуществлении оценки допустимых к использованию в качестве предмета залога ценных бумаг облигационного типа (государственных ценных бумаг, ценных бумаг Национального банка, облигаций местных исполнительных и распорядительных органов, облигаций банков) необходимо учитывать отдельные элементы их правовой природы. Так, с одной стороны, должны учитываться доходность (проценты) и срок обращения таких ценных бумаг, а, с другой - возможность и последствия их досрочного погашения. Кроме того, специальный порядок оценки должен применяться в отношении такой ценной бумаги как закладная, которая удостоверяет одновременно право по обязательству, обеспеченному ипотекой, и права залогодержателя по ипотеке, обеспечивающей исполнение такого обязательства [2; 6, ст. 16].

В законодательстве Республики Беларусь закреплён порядок осуществления оценочной деятельности (в том числе оценки стоимости отдельных объектов гражданских прав, находящихся на территории Республики Беларусь). Однако, в таком законодательстве при перечислении случаев, в которых проведение оценки является обязательным, оценка имущества, заложенного при эмиссии облигаций, не указана, а содержится только отсылочная норма - «в иных случаях, предусмотренных законодательством» [7, п. 21]. При этом можно утверждать, что отдельные случаи обязательной оценки соотносятся с вопросами оценки имущества при выпуске облигаций. Так, например, результаты обязательной оценки предмета залога в отношениях, связанных с предоставлением кредита, могут быть учтены при эмиссии облигаций, обеспеченных правами (требованиями) по таким кредитным обязательствам. В отношении иных прав (требований), обеспеченных залогом, за счет которых осуществляется исполнение обязательств по облигациям, обязательность проведения независимой оценки предмета залога закреплена в законодательстве о секьюритизации [4, п. 1.3].

Учитывая вышеизложенное, представляется целесообразным закрепить обязательность оценки предмета залога, используемого при эмиссии облигаций, закрепить непосредственно в законодательстве об оценочной деятельности (в частности, внести соответствующее дополнение в пункт 21 Положения об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь, утвержденного Указом Президента Республики Беларусь от 13.10.2006 № 615 (в редакции Указа Президента Республики Беларусь от 24.04.2020 № 147)).

При использовании конструкции залога при эмиссии облигаций для инвесторов и эмитента важным является сохранение предмета залога. Это обусловлено тем, что утрата (гибель) или существенное повреждение такого имущества относится к основанию прекращения залога (в том числе ипотеки) и, соответственно, влияет, с одной стороны, на интересы инвесторов (владельцев облигаций), а, с другой - возможность появления дополнительных рисков у эмитента, связанных с досрочным исполнением обязательств по выпущенным ценным бумагам. При этом согласно действующему законодательству в указанных случаях эмитент в течение двух месяцев обязан произвести замену обеспечения исполнения своих обязательств по облигациям. Такая замена осуществляется вне зависимости от закрепления условий о ее возможности в решении о выпуске и проспекте эмиссии облигаций. Необходимо также обратить внимание, что залогодатель (в том числе эмитент), по общему правилу, вправе в разумный срок восстановить поврежденный предмет залога или заменить его другим равноценным имуществом, если договором не предусмотрено иное [8, ст. 326]. Такой срок в отношении предмета ипотеки (недвижимого имущества) составляет два месяца с момента утраты (гибели) или

повреждения этого имущества, если больший срок не установлен соглашением между залогодателем и залогодержателем [6, ст. 24]. Следовательно, восстановление предмета залога или замена его равноценным имуществом в отличие от замены обеспечения облигаций является правом, а не обязанностью эмитента-залогодателя, даже при наличии такой возможности. В случае нарушения порядка замены обеспечения исполнения обязательств по облигациям к эмитенту могут быть применены такие меры как приостановление торгов (в том числе совершения и (или) исполнения сделок в открытом акционерном обществе "Белорусская валютно-фондовая биржа") либо обращения ценных бумаг определенного выпуска или всех ценных бумаг эмитента [2, п. 1.2].

В зависимости от степени уменьшения предмета залога (в том числе в результате утраты, повреждения, выбытия по иным основаниям) и других объективных причин эмитент осуществляет полную или частичную замену обеспечения либо принимает решение о досрочном погашении облигаций. Однако, принятие и исполнение решения о досрочном погашении облигаций, с одной стороны, может быть невозможным в связи с финансовым положением эмитента (в том числе отсутствием достаточной суммы денежных средств), а, с другой - может отрицательно повлиять на интересы других кредиторов эмитента. Для сокращения указанных рисков при эмиссии облигаций с использованием ипотеки согласно действующему законодательству предмет залога может быть застрахован. При этом залогодатель обязан страховать такое имущество только в случаях, предусмотренных законодательными актами или договором об ипотеке. Однако, в законодательных актах Республики Беларусь нормы, в которых четко закреплены обязательность и механизм страхования предмета ипотеки в случае использования данного вида залога при эмиссии облигаций, отсутствуют, что может отрицательно повлиять на инвестиционную привлекательность таких ценных бумаг. Для устранения указанного пробела необходимо внести соответствующие изменения в действующее законодательство (в частности, в п. 1.7 Указа Президента Республики Беларусь от 28.04.2006 № 277 и Положение о страховой деятельности в Республике Беларусь, утвержденное Указом Президента Республики Беларусь от 25.08.2006 № 530 (в редакции Указа Президента Республики Беларусь от 14.04.2014 № 165)). Кроме того, в законодательстве должно быть закреплено, что средства страхового возмещения в указанном случае в первоочередном порядке подлежат использованию на исполнение обязательств по облигациям, обеспеченным залогом застрахованного имущества.

Особенностью применения залога как способа обеспечения исполнения обязательств по облигациям является то, что на стороне залогодержателя выступает множество лиц (владельцев облигаций), персональный состав которого неизвестен при принятии решения о выпуске этих ценных бумаг и размещении их путем проведения открытой продажи. Кроме того, за период обращения облигаций может произойти неоднократное изменение состава залогодержателей (владельцев облигаций). Следовательно, к моменту исполнения обязательств по облигациям состав владельцев этих ценных бумаг (а, соответственно, залогодержателей) может существенно отличаться от списка инвесторов, которые приобрели облигации при их размещении. Наличие большого количества залогодержателей (владельцев облигаций), с одной стороны, существенно осложняет получение от них согласия на отчуждение залогодателем имущества, являющего предметом залога, а, с другой - инициирование и порядок обращения взыскания на предмет залога (в том числе, ипотеки). При этом целесообразно законодательно закрепить правило, согласно которому отчуждение предмета ипотеки (недвижимого имущества), являющейся способом обеспечения исполнения обязательств по находящимся в обращении облигациям, возможно без согласия залогодержателей (владельцев облигаций) с одновременной заменой эмитентом обеспечения по таким ценным бумагам. Отчуждение движимого имущества (ценных бумаг, транспортных средств), являющегося предметом залога по облигациям, должно быть возможным при условии замены его на аналогичное имущество, если иное не предусмотрено

законодательством и(или) проспектом эмиссии. Кроме того, если в решении о выпуске облигаций предусмотрена возможность их досрочного погашения, то эмитент должен быть наделен правом с согласия большинства владельцев облигаций реализовать заложенное имущество при условии принятия решения о досрочном погашении облигаций и использовать средства, полученные от продажи такого имущества непосредственно на досрочное исполнение обязательств по облигациям. Закрепление в законодательстве указанных норм будет способствовать защите прав как эмитента, так и инвесторов (владельцев облигаций) при отчуждении предмета залога.

### **Список использованных источников**

1. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: Закон Республики Беларусь, 05 янв. 2015 г., № 231-З // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020.

2. О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг [Электронный ресурс]: Указ Президента Респ. Беларусь, 28 апр. 2006 г., № 277 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020.

3. Порядок эмиссии, обращения и погашения облигаций, эмитируемых банками: утв. Пост. Совета Министров Респ. Беларусь, Нац. банка Респ. Беларусь, 29 дек. 2006 г. № 1753/22 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020

4. О некоторых вопросах осуществления операций секьюритизации [Электронный ресурс]: Постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, 15 дек. 2017 г., № 49 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020.

5. Инструкция о некоторых вопросах эмиссии и государственной регистрации эмиссионных ценных бумаг: утв. постановлением М-ва финансов Респ. Беларусь, 31 авг. 2016 г., № 78 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020.

6. Об ипотеке: Закон Респ. Беларусь, 20 июня 2008 г., № 345-З // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020.

7. Положение об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь [Электронный ресурс]: утв. Указом Президента Респ. Беларусь, 13 окт. 2006 г. № 615 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020.

8. Гражданский кодекс Республики Беларусь [Электронный ресурс]: Кодекс Респ. Беларусь от 07 дек. 1998 г., № 218-З // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. - Минск, 2020.