

Денис Никитин

**Статья подготовлена на кафедре ценных бумаг
Финансовой академии при Правительстве РФ**

**Комментарии к изменениям и дополнениям
в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»**

Начало финансового и календарного года ознаменовалось в достаточной степени значимым событием для российского рынка ценных бумаг: 4 января текущего года вступили в силу поправки к Федеральному закону «О рынке ценных бумаг»¹. Надо сказать, что изменение системообразующего нормативного документа, регулирующего рынок ценных бумаг, не стало неожиданностью для участников рынка. О необходимости внесения изменений и дополнений в закон говорилось давно. Проект закона был подготовлен, проведен через слушания в обеих палатах Парламента и встретил сопротивление на завершающем этапе – вето Президента по принципиальным вопросам. По результатам длительных согласований закон предстал перед участниками рынка в существующем виде. Цель настоящей статьи – рассмотреть «проблемные» положения закона в части регулирования выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг (акций и облигаций)².

Следуя по порядку, стоит отметить дополнение внесенное в статью 3 Закона «Брокерская деятельность», а именно указание в Законе возможности приобретения брокером, оказывающим услуги по размещению эмиссионных ценных бумаг (андеррайтером), размещаемых им ценных бумаг. Собственно само приобретение андеррайтером размещаемых бумаг не является новшеством, а давно вошло в практику публичных размещений корпоративных облигаций. Однако следует обратить внимание на указание в законе возможности приобретения именно не размещенных ценных бумаг в срок, предусмотренный договором.

Таким образом, законодатель по всей вероятности ставит цель ограничить возможности андеррайтера по выставлению заявок на приобретение размещаемых им облигаций в общем «поток» заявок сторонних инвесторов, что в значительной степени увеличивает риск андеррайтера остаться «без бумаг». Это, в свою очередь, создает сложности для исполнения тем же андеррайтером функции по поддержанию вторичного рынка по размещаемым ценным бумагам.

Некорректной здесь также может показаться и сама возможность приобретения брокером ценных бумаг, пусть даже им и размещаемых, за свой счет. Данное положение слабо соотносится с самой сутью брокерской деятельности и ее определению, данному пунктом 1 статьи 3 «нового» закона, как деятельности по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами за счет своего клиента.

¹ Федеральный закон от 28 декабря 2002 г. N 185-ФЗ "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и о внесении дополнения в Федеральный закон "О некоммерческих организациях"

² Положениями нового закона вводится понятие нового вида эмиссионных ценных бумаг «опциона эмитента», но в виду ограниченности использования данного инструмента (ранее – опционное свидетельство) этот вид ценных бумаг и особенности его эмиссии находятся за рамками настоящего обзора. Далее под «эмиссионными ценными бумагами» и «ценными бумагами» следует понимать акции и облигаций хозяйствующих субъектов

Неоднозначность толкования обозначенного положения «нового» закона определяет необходимость разъяснений и уточнений данной нормы со стороны регистрирующего органа.

Следующим блоком изменений и дополнений, связанных с эмиссией ценных бумаг, рассматриваются поправки непосредственно в части положений об эмиссионных ценных бумагах.

Во-первых, стоит отметить, случаи необходимости представления и регистрации проспекта ценных бумаг. В настоящее время для представления проспекта снят критерий объема при размещении бумаг по закрытой подписке, что в значительной степени облегчает процесс регистрации «технических» эмиссий акций акционерных обществ. В итоге, осталось два основных критерия: публичное размещение (открытая подписка) ценных бумаг и число участников (круга лиц) по закрытой подписке, которое должно превышать 500. Для организации размещения облигационных займов это нововведение не представляет большого интереса, т.к. размещение облигаций обычно проходит публично или же крайне ограниченному числу банков – организаторов займа. Да и проспект облигаций, помимо прочего, несет в себе функцию доведения информации об эмитенте до инвестора, так что возможно, организаторы (в случае размещения по закрытой подписке) предпочтут воспользоваться правом регистрации проспекта сверх установленных Законом необходимых случаев.

В вопросе же эмиссии акций возникает вопрос, связанный с их размещением по закрытой подписке среди ограниченного круга лиц, число которых не превышает 500. В соответствии со статьей 40 Федерального закона «Об акционерных обществах» акционеры общества, голосовавшие против или не принимавшие участие в голосовании по вопросу размещения акций по закрытой подписке, имеют преимущественное право приобретения размещаемых акций, пропорциональной количеству принадлежащих им акций той же категории. Коллизия может возникнуть в случае, если число акционеров общества, голосовавших против или не принимавших участие в голосовании, в сумме с участниками закрытой подписки превысит 500. В этом случае они являются потенциальными приобретателями акций и существует риск прочтения данной нормы таким образом, что рассмотренный случай попадет в один из перечисленных критериев необходимости представления и регистрации проспекта ценных бумаг.

Между тем, на наш взгляд, ограничение количеством не более 500 относится именно к составу «круга лиц» (как собственно и указано в Законе), которые определяется не федеральными законами, а решением о размещении и решением о выпуске ценных бумаг. Ясность в сложившейся ситуации может внести информационное письмо ФКЦБ или практика государственной регистрации выпусков.

Следующим существенным новшеством рассматриваемого Закона является введение института финансовых консультантов. Российский фондовый рынок получает нового по статусу участника, оказывающего услуги по подготовке проспекта, подписывающего проспект и несущего ответственность за подтверждаемую информацию³. Надо сказать, что, вероятно, установленные в законе требования к финконсультанту (юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг) не являются исчерпывающими. В сложившихся обстоятельствах должны быть осуществлены меры, направленные на исключение конфликта интересов в процессе осуществления деятельности, а также на снижение рисков путем увеличения минимального размера собственного капитала «нового профессионального участника». Каковыми им быть – решать ФКЦБ.

Стоит оговориться, что проспект подлежит подписанию финансовым консультантом в случае «публичного размещения и/или публичного обращения эмиссионных ценных бумаг» (статья 22.1. «нового» закона). Данное положение

³ Положения «нового закона» в части деятельности финансовых консультантов вступают в силу по истечении 3 месяцев с даты официального опубликования Закона

устанавливает необходимость составления проспекта ценных бумаг и подтверждения содержащейся в нем информации, в том числе, в случае грядущего обращения этих ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, а также обращения ценных бумаг путем предложения их неограниченному кругу лиц. Однако на стадии подготовки регистрации выпуска, предположим акций акционерного общества, не попадающего под необходимость составления и регистрации проспекта, вероятно, не представляется возможным определить, будут ли размещаемые акции выводиться в публичное обращение или нет. Т.е. на этапе регистрации выпуска нет необходимости составления и подписания проспекта финансовым консультантом. Однако впоследствии, перед выводом ценных бумаг в публичное обращение возникнет необходимость регистрации проспекта ценных бумаг, с привлечением для его составления финансового консультанта. Как возможный вариант, можно воспользоваться правом регистрации проспекта ценных бумаг отдельно от регистрации их выпуска, но в случае, если инициатором публичного обращения будет не эмитент (к примеру в случае предложения бумаг неограниченному кругу лиц), подобная операция будет не осуществима без ведома эмитента и без подписания проспекта финконсультантом.

Помимо изложенного, определение в Законе необходимости подписания проспекта ценных бумаг финансовым консультантом в случае их публичного обращения, может вступать в противоречие с уже действующими нормативными актами. Так, в соответствии с пунктом 4 статьи 111 Федерального закона от 26 октября 2002 г. N 127-ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)", в случае если планом внешнего управления предусмотрена продажа имущества, балансовая стоимость которого на последнюю отчетную дату до утверждения плана внешнего управления составляет не менее чем сто тысяч рублей, такое имущество должно продаваться на открытых торгах при условии, что иной порядок продажи не предусмотрен данным законом. К примеру, если «имуществом должника» являются акции акционерного общества, проспект которых не был подготовлен и утвержден финансовым консультантом, механизм их реализации будет практически противоречить положениям «нового» закона, т.к. публичное обращение (исходя из его определения в соответствии со статьей 2 Закона), по все вероятности, включает в себя и механизм проведения открытых торгов.

Таким образом, вполне вероятно, что вскоре можно ожидать внесения корректирующих изменений в существующую редакцию закона в части положений о финансовых консультантах. Хотя в вопросе финансовых консультантов многое зависит от дальнейших действий ФКЦБ в части формирования нормативно – правовой базы деятельности финконсультантов, и в частности, требований, которые будут предъявлены к новому институту регистрирующим органом. Кроме того, статьей 10 закона, предусмотрено право регистрирующего органа устанавливать ограничения на совмещение видов деятельности и операций с ценными бумагами. В результате, рынок услуг, связанных с организацией выпусков ценных бумаг, рискует стать одним из самых регулируемых сегментов рынка финансовых услуг.

Далее нельзя недооценивать значимость изменений закона в части оснований для отказа в государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг. Новая редакция закона позволяет отказывать в госрегистрации на основании противоречия представленных документов требованиям не только Закона, но и нормативных актов Федеральной комиссии, а также непредставления в течение 30 дней запрашиваемых Федеральной комиссией документов для государственной регистрации выпуска ценных бумаг. При этом возможности исправления документов в процессе государственной регистрации выпуска ценных бумаг, в случае их несоответствия требованиям ФКЦБ, Закон не предусматривает, оставляя этот вопрос, как и ранее, на усмотрение Федеральной комиссии. В этих условиях Федеральная комиссия самостоятельно определяет «достаточность несоответствия» представленных для регистрации документов требованиям нормативных актов для отказа в регистрации, что в условиях до сих пор не

сниженного налога на операции с ценными бумагами создает существенные риски при регистрации выпусков ценных бумаг.

Отдельно стоит отметить изменение Закона в части сведений, включаемых в проспект ценных бумаг. Как и в предыдущей редакции, Закон ограничивается общим составом сведений, которые должен включать проспект, а детальное описание сведений и порядка их представления будет определяться Стандартами эмиссии, в которые будут внесены изменения в соответствии с действующей редакцией Закона. В этой связи данные положения закона вступают в силу по истечении 6 месяцев с даты его официального опубликования. Этот период отводится для приведения Стандартов эмиссии и иных нормативных актов ФКЦБ в соответствие с «новым» законом, а также для подготовки технической поддержки для формирования электронной версии документов, представляемых на регистрацию (Электронной анкеты ФКЦБ).

Существенным дополнением к порядку размещения ценных бумаг следует отнести распространение положения о запрете размещения ценных бумаг ранее двух недель с даты раскрытия информации о государственной регистрации выпуска ценных бумаг на все эмиссии, сопровождаемые регистрацией проспекта, вне зависимости от способа размещения. Фактически данное положение относится, в основном, к эмиссии акций акционерных обществ, т.к. подавляющее большинство облигаций размещается по открытой подписке, а данное требование соблюдалось и ранее.

Здесь остается неразрешенным следующий момент: при эмиссии акций, условия размещения которых предусматривают преимущественное право акционеров на приобретение размещаемых акций, необходимо ли выжидать двухнедельный срок для начала реализации акционерами предусмотренного преимущественного права.

В соответствии с формулировкой статьи 24 «нового» закона запрет на размещение ранее указанного срока установлен в отношении размещения бумаг путем подписки, т.е. либо среди ограниченного круга инвесторов, определенного в решении о выпуске, (закрытая подписка), либо среди неограниченного круга инвесторов (открытая подписка). При этом, размещение акций в порядке осуществления акционерами преимущественного права их приобретения может не признаваться «размещением бумаг путем подписки». Однако в соответствии с порядком осуществления акционерами преимущественного права на основании статей 40 и 41 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» и на основании практики размещения акций, срок осуществления преимущественного права включается в общий период размещения акций как в решении о выпуске, так и в отчете об итогах выпуска ценных бумаг. С этой точки зрения реализовать преимущественное право приобретения акционерами вновь размещаемых акций общество также может лишь по истечении двухнедельного срока со дня сообщения о государственной регистрации выпуска ценных бумаг.

В заключение необходимо осветить еще один немаловажный вопрос: на какие именно выпуски эмиссионных ценных бумаг будет распространяться действие положений нового закона, с точки зрения даты принятия решения о размещении, утверждения решения о выпуске и, собственно, времени представления документов на регистрацию в государственный орган.

По всей вероятности, следует буквально понимать положения Закона о вступлении его в законную силу, т.е. его требования (кроме тех, в отношении которых законом предусмотрен иной срок вступления в силу) будут применяться для выпусков на момент их государственной регистрации, независимо от даты принятия решения о размещении и утверждения решения о выпуске.

Такая позиция (если она будет подтверждена практикой регистрации) может в некоторой степени осложнить и отсрочить момент представления и регистрации выпусков ценных бумаг, решения о выпуске и проспекты эмиссии которых утверждены или уже находятся на рассмотрении в ФКЦБ, но, по большому счету, внесение корректировок для приведения документов в соответствие с требованиями нового «закона» труда не составит.

Одновременно, такое положение вещей облегчит госрегистрацию выпусков, которые по положениям нового закона освобождаются от необходимости представления проспекта эмиссии.

В целом мы положительно оцениваем изменения в основополагающий нормативный документ, регулирующий отношения участников на рынке ценных бумаг, однако еще раз отмечаем, что некоторые его положения, по нашему мнению, нуждаются в пояснении, а иные – в серьезной доработке.