

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

mail: eg@ekonomika.ru
тел. (499) 152-68-65

Квалифицированный инвестор в системе корпоративного финансирования: бег с препятствиями на правовом поле

Термин «квалифицированный инвестор» был введен в деловой оборот несколько лет назад. Встреченный активным оживлением и новыми ожиданиями «квалифицированный инвестор» явился достойным каналом проведения рискованных (или представляющих таковыми регулятору) операций, позволил перейти от регулирования по принципу «нельзя» к позиции «можно, но не всем». В этой части выделение специальной категории инвесторов, повышенный риск-аппетит которой был не только допустим, но даже приветствовался, — безусловно, прогрессивный шаг.

ИНВЕСТИЦИИ

Необходимость прохождения квалификационных процедур согласно жестким требованиям регламентов профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокера или управляющей компании), где регулятор установил минимальные требования, вкуче с отсутствием права профучастника инициативно присвоить статус квалифицированного инвестора — все это призвано защитить тех, кто формально соответствует критериям, но по своим взглядам не готов пополнить ряды высоко рискованных инвесторов.

обратите внимание

На практике это означает, что пока инвестор не попросит в подтвержденной документальной письменной форме признать его квалифицированным, а также заключать в его интересах сделки с ограниченными в обороте ценными бумагами, ни один профучастник не сможет признать клиента по своей воле квалифицированным инвестором. Как и изменить его портфель в пользу инструментов с повышенным риском. В определенной мере данный механизм защищает и профессиональное сообщество: традиционный для не очень удачливых игроков вопрос о том, кто виноват, получил однозначный ответ.

Какой инвестор — квалифицированный?

Формальные требования, предъявляемые к физическим лицам для признания их квалифицированными инвесторами, носят скорее предупредительный, чем запретительный характер. Лицам, активно работающим на фондовом рынке, не столь сложно соответствовать критериям — важно пройти формальные процедуры для получения допуска к определенным рыночным сегментам. Так, в соответствии с приказом ФСФР России от 18.03.2008 № 08-12/пз-н «Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами» физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если отвечает любым двум из перечисленных требований:

- владеет ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами общей стоимо-

стью не менее 3 млн руб.;

- имеет опыт работы в российской и (или) иностранной организации, осуществлявшей сделки с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами;

- не менее года, если такая организация (организации) является квалифицированным инвестором в силу п. 2 ст. 51.2 Федерального закона от 22.02.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о РЦБ)¹;

- или не менее трех месяцев, если такая организация (организации) является квалифи-

цированной для выпуска облигаций, было затруднительным. При этом достаточно строгим требованиям, предъявляемым к юридическим лицам — квалифицированным инвесторам, эмитент соответствовать не обязан. Это задача тех, кто будет инвестировать в его ценные бумаги.

С другой стороны, существенно осложнилось проведение сделок слияний и поглощений, направленных на приобретение иностранных активов. Реализовать технологическую схему, заложенную системой норма-

акционерных обществ акций иностранных корпораций.

Компании — получатели иностранных ценных бумаг существенно отличались по масштабу и, соответственно, возможностям получения специальных условий деятельности. Это сказалось на их перспективах не только войти в бурную реку квалифицированных сделок, но и выйти сухими из воды (или хотя бы просто выйти). Как должна быть структурирована такая сделка и почему не все смогли прийти к финишу, рассмотрим далее.

Этот механизм хорошо урегулирован, отработан и его реализация не вызывает существенных затруднений.

Во-вторых, компания — получатель иностранных ценных бумаг должна быть признана квалифицированным инвестором.

Для юридических лиц критерии достаточно жесткие. И так, организация может быть признана квалифицированным инвестором, если является коммерческой и отвечает любым двум из следующих требований:

- собственный капитал — не менее 100 млн руб.;

- в течение последних четырех кварталов компания совершает ежеквартально не менее чем по пять сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами, совокупная цена которых за указанный период составила не менее 3 млн руб.;

- оборот (выручка) от реализации товаров (работ, услуг) по данным бухгалтерской отчетности (национальных стандартов или правил ведения учета и составления отчетности для иностранного юридического лица) за последний отчетный год — не менее 1 млрд руб.;

- сумма активов по данным бухгалтерского учета (национальных стандартов или правил ведения учета и составления отчетности для иностранного юридического лица) за последний отчетный год — не менее 2 млрд руб.

Это минимальный набор требований, и профучастник в своем регламенте может их ужесточить (на практике, правда, это вряд ли применяется).

Представляется, что далеко не все компании среднего бизнеса могут соответствовать перечисленным критериям. Если показатели Бухгалтерского баланса (форма № 1) и Отчета о прибылях и убытках (форма № 2) недостаточно высоки для соответствия требованиям п. 3 и 4, установленным приказом ФСФР России от 18.03.2008 № 08-12/пз-н «Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами», для подготовки к квалификации может потребоваться год, в течение которого совершается необходимый набор операций.

обратите внимание

На этом этапе сошла с дистанции одна из трех компаний, ожидавших получения акций

Иностранная корпорация, планировавшая войти в уставный капитал российского АО, не сочла нужным работать через российских посредников, поскольку логического объяснения этому требованию найти не смогла

рованным инвестором в силу п. 2 ст. 51.2 Закона о РЦБ, и на дату признания квалифицированным инвестором данное лицо является работником указанной организации;

- или не менее двух лет в иных случаях;
- в течение последних четырех кварталов совершало ежеквартально не менее чем по 10 сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами, совокупная цена которых за указанный период составила не менее 300 тыс. руб., или в течение последних трех лет совершало не менее пяти сделок, совокупная цена которых — не менее 3 млн руб.

«Не влезай — ухнет»

Мы рассмотрели безусловно положительную сторону медали, социально ориентированную и соответствующую трендам прогрессивных экономик.

Однако существует и обратная сторона, не столь явно выражающая свои чаяния и предпочитающая самостоятельно справляться со всеми инициативами по защите от себя самой — это средний бизнес.

С одной стороны, позволив предприятиям осуществлять выпуск облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов, регулятор фактически открыл путь на публичный рынок тем эмитентам, для которых соблюдение жестких финансовых критери-

тивных актов, не всегда под силу даже крупному предприятию. Для среднего бизнеса, особенно поставившего перед собой амбициозную цель формирования холдинговой структуры в России, миссия становится невыполнимой.

обратите внимание

Получение российскими материнскими компаниями доходов от дочерних обществ, особенно зарегистрированных за пределами страны, формирование интегрированных структур, а также развитие процесса хотя бы частичной репатриации средств, активно подпитывающих оффшорные юрисдикции, могут стать одним из политически грамотных процессов в рамках создания мирового финансового центра в России.

Поясним наглядным примером. Будучи активным участником рынка в части полносервисного инвестиционного банка, обладающего набором необходимых лицензий, а также имея развернутое подразделение корпоративного финансирования (специализирующееся, в том числе, на сопровождении сделок по изменению корпоративного контроля), наша компания параллельно вела (а также наблюдала, как это делают коллеги) три сходные по задачам сделки. Все они были направлены на внесение в уставные капиталы российских открытых

Сделка с иностранными ценными бумагами: технологические особенности

Итак, российское АО рассматривает вопрос о размещении дополнительной эмиссии акций, которая частично или полностью может быть оплачена акциями иностранной компании. Данная компания не публична, ее акции не допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению. Соответственно, к таким инструментам применяются требования и ограничения, установленные для обращения ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов (п. 14 ст. 51.1 Закона о РЦБ).

Сделку можно представить следующим образом (см. схему). Рассмотрим приведенные действия более детально.

Во-первых, иностранным финансовым инструментам в соответствии с п. 1 ст. 51.1 Закона о РЦБ должны быть присвоены международный код (номер) идентификации ценных бумаг и международный код классификации финансовых инструментов. Они должны быть квалифицированы в качестве ценных бумаг. При одновременном соблюдении указанных условий иностранные финансовые инструменты допускаются к обращению на территории Российской Федерации в качестве ценных бумаг иностранных эмитентов.

mail: eg@ekonomika.ru
тел. (499) 152-68-65

КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО

иностранный эмитент для внесения в уставный капитал. К сожалению, в руки профессионалов рынка сделка попала поздно, и время было упущено. Желание идти по российскому пути у бенефициаров компании пропало. В этой связи вряд ли можно удивляться очередным расширениям применения европейских холдинговых юрисдикций.

Если признание компании-получателя квалифицированным инвестором невозможно, а получить иностранный актив в России необходимо, остаются такие допустимые законодательством варианты как реорганизация. В этой ситуации необходимо оценить временные затраты (не всегда они занимают больше времени, чем совершение сделки «в лоб»).

В-третьих, совершение сделки возможно только через брокера. При этом исходя из требований п. 8.3 Приложения 4 (4) к Стандартам эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 25.01.2007 № 07-4/пз-н, если размещение ценных бумаг осуществляется эмитентами с привлечением профучастников, оказывающих им услуги по размещению ценных бумаг и (или) организации этой процедуры, в решении о выпуске (дополнительном выпуске) необходимо указать сведения о таких профучастниках. Если предполагается оплачивать иностранными ценными бумагами не весь объем эмиссии, то привлечение брокера и соответствующее указание на это в эмиссионных документах необходимы только в рамках сделок, плата по которым будет осуществлена ценными бумагами, ограниченными в обороте.

В-четвертых, в соответствии с п. 3 и 4 ст. 27.6 Закона о РЦБ приобретение и отчуждение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, могут осуществляться только через брокеров. Если владельцем ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, становится не являющееся таковым или утратившее данный статус лицо, оно вправе произвести отчуждение таких бумаг только через брокера. Соответственно, лицо, передающее иностранные ценные бумаги, вне зависимости от того, является оно квалифицированным инвестором или нет, также должно действовать с привлечением брокера, совершающего данную сделку в качестве агента, поверенного или комиссионера (п. 1.3 приказа ФСФР России от 05.04.2011 № 11-8/пз-н «Об утверждении Положения об особенностях обращения и учета прав на ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, и иностранные ценные бумаги»).

обратите внимание

Два последних требования в совокупности стали камнем преткновения для второй рассматриваемой компании — российское акционерное общество не смогло завершить сделку. Иностранная корпорация, планировавшая войти в уставный капитал этого АО, не сочла нужным работать через российских посредников, поскольку

Сделку можно представить следующим образом



ку логического объяснения этому требованию найти не смогла (сложно обвинить ее в косности и негибкости).

Дополнительным негативным фактором послужило и то, что зарегистрированные эмиссионные документы не содержали информации о брокере, привлекаемом для размещения акций компании-получателя. Требовалось внесение в них изменений или регистрация нового выпуска. Как известно, решения об инвестировании, в том числе в российские компании, принимаются европейскими корпорациями зачастую на определенный срок. Когда он истек, то с учетом приведенного выше аргумента продлен не был.

В-пятых, нельзя забывать о независимой оценке активов, вносимых в оплату акций при их размещении. Это очень важное положение. На наш взгляд, именно оно, в совокупности с приведенными ниже аргументами, позволяет рассчитывать на корректировку законодательства в части упрощения процедуры внесения иностранных ценных бумаг в уставный капитал российского акционерного общества по сравнению с их приобретением.

Кроме того, если сделка осуществляется между резидентами РФ, ее техническое исполнение осложняется необходимостью соблюдения российского валютного законодательства, допускающего совершение сделки только при условии учета прав на внешние ценные бумаги в депозитариях, созданных в соответствии с законодательством РФ, и при осуществлении расчетов в отечественной валюте (ст. 1 и 9 Федерального закона от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле»).

обратите внимание

Задача эта весьма непростая. И не только потому, что требует вовлечения в сделку еще одного посредника (с его системой договоров и вознаграждений). Основная проблема в том, что национальные законодательства зарубежных стран далеко не всегда содержат возможность регистрации номинальных держателей в системе ведения реестра. То есть российская компания при соблюдении формальных процедур может быть беспрепятственно зарегистрирована в системе ведения реестра в качестве владельца ценных бумаг, а предписанный

Присвоение компании-получателю статуса квалифицированного инвестора

Привлечение брокера для каждой из сторон сделки

Регистрация эмиссионной документации

Проведение независимой оценки

Привлечение российского депозитария (при необходимости)

Совершение сделок (сделки) через брокера

российским законодательством посредник — нет.

Оговорка на необходимость исполнения требования о проведении сделки через российский депозитарий только при наличии такой возможности в рамках законодательства соответствующего иностранного государства в законе не установлено.

Весь этот путь был пройден наиболее крупной из трех стартовавших компаний. Оперативное взаимодействие отраслевых министерств двух стран позволило решить проблему принципиального отсутствия статуса номинального держателя в системе регулирования иностранного государства, и сделка была закрыта. Правда, остался открытый вопрос: кого и от чего защищает закон, для применения которого необходим столь мощный административный рычаг?

Столь жесткое ограничение затрагивает только операции между российскими участниками рынка. Для получения акций той же самой иностранной компании, но от иностранного лица вовлечение российского депозитария не требуется. Соответственно, очевидным решением для российских компаний является проведение сделки с использованием промежуточного иностранного держателя, чтобы избежать прямой сделки между российскими резидентами, подпадающей под дополнительное регулирование. При этом вероятным и не совсем целесообразным с позиции интересов России является завершение сделки на «промежуточной стадии», то есть формирование холдинговой структуры в иностранной юрисдикции.

Не актив для спекуляций, а инструмент интеграции

Если рассматривать операции с ценными бумагами иностранных эмитентов как элемент формирования портфеля инвестиций, то защитный механизм, предполагающий получение статуса квалифицированного инвестора, и все связанные с ним ограничения (в том числе дополнительные затраты — временные и материальные) понятны. Бумаги малопрозрачны, эмитент не обязан раскрывать информацию о себе в привычных для российского инвестора форматах и объемах, ликвидность инструмента неочевидна, механизм ценообразования как в сделке, направленной на приобретение такого актива, так и в

последующих сделках носит договорной характер, при этом рыночная информация (как по бумагам, допущенным к публичному обращению) отсутствует.

Случайно попав в портфель неопытного инвестора (не будем анализировать механизм такой «случайности») и предполагать злоупотребление доверием инвестора со стороны профучастника, совершающего сделки «в интересах» своего клиента), инструмент повышенного риска действительно может нанести определенный ущерб своему владельцу. В такой ситуации присвоение статуса инструмента повышенного риска, требующего особых навыков в обращении, что фактически кроется по смыслу за словами «для квалифицированных инвесторов», обоснованно и целесообразно.

Однако существует иной подход — на наш взгляд, более соответствующий корпоративной практике. Ценные бумаги приобретают не только и не столько как актив для спекуляций (то есть предназначенный исключительно для последующей перепродажи с извлечением прибыли от сделки), а скорее в рамках отраслевой или производственной необходимости, в расчете на определенную интеграцию и получение контроля или, как минимум, влияния на деятельность эмитента. Такие инвестиции, скорее, обусловлены интересом к правам, предоставляемым финансовым инструментом, чем возможностью сделок купли-продажи с ним. В этой ситуации важны отраслевой профессионализм, эффективный поиск и оценка синергетического эффекта сделки.

Квалификации инвестора (по целям и специфике) сделка не требует, поскольку риски находятся отнюдь не в плоскости торговых операций. Однако законодательство не предусматривает послаблений в регулировании. Полагаем, что возможным направлением ослабления контроля могли бы стать сделки по оплате уставного капитала. Компания, которая прошла определенный технологический путь, уже демонстрирует разумный и взвешенный подход к получению актива: во-первых, заинтересованность в долгосрочном владении; во-вторых — приобретатель в значительной мере защищен от информационных диспропорций при ценообразовании за счет обязательного привлечения независимого оценщика (что не требуется в сделках купли-продажи).

обратите внимание

Аналогичная коллизия в сфере регулирования доверительного управления долго препятствовала развитию данного института, поскольку требования безусловного наличия у доверительного управляющего лицензии профучастника. С одной стороны, лицензированные доверительные управляющие умели работать с пулом ценных бумаг как самостоятельным активом, не ставя целью эффективное управление развитием общества, чьи акции находятся в их портфеле, через осуществление прав по ценным бумагам. С другой — профессионалы отрасли, способные обеспечить достойную разработку стратегии развития компании, акции которой переданы в доверительное управление, и обеспечить ее реализацию путем непосредственного управления на основе прав, предоставляемых акциями, лицензий доверительных управляющих не имели.

Поскольку услуга эффективного доверительного управления была востребована государством, проблему быстро и безболезненно решили внесением в Закон о РЦБ оговорки о том, что «наличие лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами не требуется в случае, если доверительное управление связано только с осуществлением управляющим прав по ценным бумагам». На реализацию идеи потребовались шесть лет и высокая политическая воля. Надеемся, корректировка механизмов осуществления сделок квалифицированными инвесторами также не заставит себя ждать.

Однако не будем уподобляться тем, для кого стакан наполовину пуст. Отечественное правовое поле обеспечивает работой всех, кому интересно преодолевать интеллектуальные препятствия и выбираться из сложных логических лабиринтов, а удавольствие, получаемое от каждой закрытой сделки, по масштабам свершившегося преодоления наверняка не средни тому, что испытывают Олимпийские чемпионы. Жаль, что такой вид соревнований как «затейливость ума» не входит в олимпийскую программу — здесь россиянам равных не было бы!

Зоя Лебедева,
зам. генерального директора
ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ»,
к.э.н.

1. В силу Закона об РЦБ квалифицированными инвесторами являются: профессиональные участники рынка ценных бумаг; клиринговые организации; кредитные организации; акционерные инвестиционные фонды; управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов; страховые организации; негосударственные пенсионные фонды; некоммерческие организации в форме фондов, которые относятся к инфраструктуре поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства (при соблюдении дополнительных условий). Банк России; государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»; Агентство по страхованию вкладов; государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий», а также юридическое лицо, возникшее в результате ее реорганизации; международные финансовые организации, в том числе Мировой банк, Международный валютный фонд, Европейский центральный банк, Европейский инвестиционный банк, Европейский банк реконструкции и развития; иные лица, отнесенные к квалифицированным инвесторам федеральными законами.