



Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер, Legal Capital Partners

АНАЛИЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА ПРАВА — ИНТЕРЕСНЫЙ ИНСТРУМЕНТ, ОДНАКО ОН НЕ ПОЛУЧИЛ ПОКА ШИРОКОГО РАСПРОСТРАНЕНИЯ В РОССИИ. ДО ПРИНЯТИЯ ЗАКОНЫ ПРОХОДЯТ ТРАДИЦИОННУЮ ПРОВЕРКУ НА КОРРУПЦИОННОСТЬ НОВЫХ МЕХАНИЗМОВ (ПРОЦЕДУР), СИСТЕМОСТЬ И ГАРМОНИЧНОЕ СОЧЕТАНИЕ ИХ НОРМ С УЖЕ СУЩЕСТВУЮЩИМИ, ВОЗМОЖНУЮ НАГРУЗКУ НА БЮДЖЕТ И ТАК ДАЛЕЕ. НО РЕДКО МОЖНО НАЙТИ КАКОЙ-ЛИБО АНАЛИЗ ПО ОЦЕНКЕ ПРЕДПОЛАГАЕМОГО ВЛИЯНИЯ ВВОДИМОЙ НОРМЫ НА ТОТ ИЛИ ИНОЙ СЕГМЕНТ ЭКОНОМИКИ СТРАНЫ.



Юрий ТУКТАРОВ,
партнер, Legal Capital Partners

Операция «Либерализация»

Наиболее известный представитель школы экономического анализа права (Р. Познер) предлагал оценивать законодательные нормы исходя из желания экономических агентов участвовать в обороте и таким образом «оплачивать» нормы (willingness to pay).

В сфере рынка капитала участники платят за работу норм через: (1) государственные услуги по регистрации выпусков ценных бумаг, отчетов об итогах выпуска и прочих документов, (2) услуги биржи и инфраструктуры по обслуживанию оборота, (3) услуги консультантов и посредников¹, (4) раскрытие информации (сглаживание асимметрии информации и, как следствие, снижение agency cost) и так далее.

Попробуем, используя в качестве критерия эффективность, оценить наиболее яркий законопроект, касающийся ценных бумаг.

ЗАКОНОПРОЕКТ О ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ РЫНКА²

Данный законопроект уже прошел первое чтение. На облигационном рынке он, в частности, заслужил особую популярность благодаря предложению отменить максимальный срок обращения биржевых облигаций³. По мнению некоторых участников законодательного процесса, проект в целом либо некоторые его части будут приняты уже в текущем году.

Отмена полного фондирования сделки при размещении. Данная норма вводит возможность неполной оплаты ценных бумаг при их первичном размещении⁴ и направлена в первую очередь на регулирование размещения акций.

В настоящее время при размещении ценных бумаг андеррайтеры приобретают бумаги на собственный баланс и ждут регистрации отчета для их передачи иностранным инвесторам, которые не хотят

¹ Стоит отметить, что это центральные отношения в обороте, совсем не получающие регулирования в российском праве.

² Законопроект № 418463-5 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации в части упрощения процедуры эмиссии ценных бумаг эмитентов, ценные бумаги которых включены в котировальные списки фондовых бирж, изменения процедуры эмиссии привилегированных акций при изменении объема удостоверяемых ими прав, уточнения требований к раскрытию информации в проспекте ценных бумаг, совершенствования правового регулирования процедуры эмиссии ценных бумаг при реорганизации юридических лиц.

³ Данная норма предлагается в качестве поправки ко второму чтению.

⁴ Содержится в законопроекте, принятом в первом чтении.

приобретать бумаги до регистрации отчета и начала вторичного обращения (как правило, две недели после окончания размещения). В таком случае происходит «умерщвление» капитала на соответствующий срок (death of capital problem). В результате принятия данной нормы можно будет избежать расходов на дорогостоящую «услугу» инвестиционных банков по промежуточному финансированию сделки. Правда, это станет возможно при условии предоставления со стороны банков гарантии оплаты бумаг. Такая гарантия, по всей видимости, будет иметь определенную цену, которая будет отличаться в зависимости от того, имеет ли организатор размещения банковскую лицензию, то есть обязан ли он создавать резервы под такого рода обязательства.

Ключевой эффект, который мы ожидаем от данной меры, — снижение стоимости сделки на сумму промежуточного фондирования размещения и большая гибкость в структурировании андеррайтингового соглашения при IPO.

Представитель владельцев облигаций. Представитель владельцев облигаций и их собрание, безусловно, являются наиболее важными правовыми институтами для контроля над сделкой в рамках процесса реструктуризации. Этим объясняется существование данных институтов в наиболее развитых европейских правовых системах (Германии, Голландии, Англии), по крайней мере, последние сто лет.

Появление их в российской юрисдикции, скорее всего, приведет к росту стоимости выпусков при одновременном снижении риска реструктуризации долга. Это сделает саму реструктуризацию более реальной для большего количества эмитентов.

Правда, сам механизм сможет оказать такой эффект только при диспозитивном регулировании условий его действия. То есть рынок должен сам определить основные правила действия такого механизма исходя из известной большинству участников международной практики. Нормативно могут быть урегулированы только вопросы кворума при принятии решений по ключевым вопросам (к примеру, при увеличении срока обращения долга, при принятии определенных решений в отношении выпусков с небольшим номиналом и так далее) и

максимальные сроки проведения собраний владельцев облигаций. В соответствии же с текущей редакцией законопроекта действие механизма подлежит будущему определению дополнительным законом. Таким образом, положительный эффект нивелируется.

Предварительный анализ документации до регистрации¹. По логике появление такой нормы должно максимально сблизить дату начала размещения ценных бумаг (облигаций) с моментом предоставления документов на регистрацию. В случае предварительного анализа докумен-

МЫ РАССЧИТЫВАЕМ,
ЧТО РАЗВИТИЕ
ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА
О СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
СМОЖЕТ НИВЕЛИРОВАТЬ
РЯД ТРАДИЦИОННЫХ
РИСКОВ, ПРИСУЩИХ
ЛОКАЛЬНЫМ СДЕЛКАМ, И
ОТКРОЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ
ДЛЯ БОЛЕЕ
ШИРОКОЙ ПРАКТИКИ
СТРУКТУРИРОВАННЫХ
СДЕЛОК В РОССИИ

тации срок рассмотрения документов ФСФР России должен составить всего десять рабочих дней.

Однако на деле эффективность такого механизма вызывает сомнения.

В действительности получается, что при сохранении quiet period на размещение облигаций в течение двух недель с момента раскрытия информации о регистрации выпуска размещение облигаций будет начинаться только через 28 дней с даты предоставления проспекта в ФСФР России при условии соблюдения тридцатидневного срока предварительного рассмотрения документов.


Таким образом, период прохождения государственной регистрации выпуска составит 44 дня (30 дней предварительного рассмотрения + 10 рабочих дней основного рассмотрения), после чего будет необходимо выдержать двухнедельный запрет на размещение.

А при размещении акций по закрытой подписке данный период также будет увеличиваться на срок преимущественного права.

Таким образом, механизм скорее создает дополнительные административные барьеры, не предоставляя участникам рынка серьезных преимуществ.

Снятие ограничения на срок обращения биржевых облигаций. Данное нововведение давно ожидается рынком и является последовательным шагом в направлении либерализации рынка биржевых облигаций. Изначально максимальный срок обращения биржевых бумаг составлял один год, затем был продлен до трех лет. Теперь рассматривается возможность полностью снять ограничения на максимальный период обращения биржевых облигаций.

Изменение в данном случае позволит снизить нагрузку на основного регулятора рынка (ФСФР России), переложив на биржу функцию по регистрации простых (plain vanilla) облигаций высококлассных клиентов. Таким образом, положительный эффект будет достигнут как для листингованных компаний, так и для рынка в целом.

Рассмотренные выше примеры нормотворчества являются не единственными вопросами, стоящими сегодня на повестке дня. С окончанием электорального цикла мы ожидаем повышения законотворческой активности в части регулирования рынка ценных бумаг. В первую очередь, мы рассчитываем, что развитие законодательства о секьюритизации сможет нивелировать ряд традиционных рисков, присущих локальным сделкам, и откроет возможность для более широкой практики структурированных сделок в России. Кроме того, определенные улучшения в части регулирования конвертируемых облигаций смогут оживить интерес участников рынка к этому инструменту, способному заинтересовать инвесторов в период снижения объемов IPO-сделок. О данных проектах мы постараемся более подробно рассказать в следующих статьях. 

¹ Данная норма отсутствует в законопроекте, принятом в первом чтении, рассматривается вариант ее включения в закон на этапе рассмотрения проекта во втором чтении.