

**Андрей Чернов**

ведущий юрист-консульт по сопровождению операций с ценными бумагами и сделок на финансовых рынках
ООО «МКБ Капитал»

**Анна Горелова**

юрист юридической фирмы *LECAP*

НОВЫЕ ПРАВИЛА ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ И РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

24 января 2018 г. ГД РФ приняла в первом чтении законопроект № 319413–7 «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг» (далее — Законопроект).

Как следует из пояснительной записки к Законопроекту, его целью является упрощение и совершенствование процедуры эмиссии ценных бумаг, сокращение сроков эмиссии ценных бумаг, уточнение требований к раскрытию информации, а также совершенствование некоторых вопросов, связанных с инфраструктурными организациями.

Предполагаемые коррективы в случае их имплементации в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (далее — ФЗ «О РЦБ») станут наиболее масштабными изменениями, вносимыми в законодательство о рынке ценных бумаг за последние годы. Следует заранее подготовиться к ним, в связи с чем постарайтесь осветить основные предложения, отраженные в Законопроекте.

ЭМИССИОННАЯ — БЕЗДОКУМЕНТАРНАЯ

Законопроект предлагает полностью изменить подход к понятию «эмиссионная бумага» и устранить из закона положения о разделении ценных бумаг на документарные и бездокументарные при одновременном закреплении бездокументарной формы для всех эмиссионных ценных

бумаг. Также предлагается исключить из закона понятия «именная ценная бумага» и «ценная бумага на предъявителя».

Критерии разделения ценных бумаг на именные и на предъявителя по своей сути необходимы для введения различных правовых режимов, связанных с формой выпуска ценных бумаг (документарная или бездокументарная), и сопутствующей правовой защиты, касающейся удостоверения и передачи права собственности на ценные бумаги.

При этом размещаемые в настоящее время документарные эмиссионные ценные бумаги фактически не являются таковыми. Для упрощения обращения документарных эмиссионных ценных бумаг используется механизм обездвиживания, который предполагает передачу сертификата ценной бумаги на хранение в депозитарий и осуществление учета прав на ценные бумаги по счетам депо их владельцев, что фактически приравнивает режим документарных ценных бумаг к правовому режиму бездокументарных.

В настоящее время в обращении отсутствуют эмиссионные ценные бумаги, закрепленные на бумаге, в связи с чем необходимость в выделении документарной формы эмиссионных ценных бумаг практически отпала и возникла потребность в унификации терминологии.

«ВЕЧНЫЕ» БОНДЫ¹

Законопроектом предлагается ввести в ФЗ «О РЦБ» новую ст. 27.5–7, регулируемую особенности облигаций, срок погашения которых не установлен (далее — бессрочные облигации).

Бессрочные облигации размещаются без заранее определенного срока их погашения и предусматривают возможность их погашения только по усмотрению эмитента и в заранее определенных эмитентом случаях (по прошествии *call*-периодов).

Являясь новым инструментом на российском финансовом рынке, бессрочные облигации между тем получили широкое распространение за рубежом. Так, общий объем выпусков бессрочных облигаций, размещенных на мировом рынке, составляет около 780 млрд долл.²

Законопроект позволяет выпускать подобные облигации только тем эмитентам, которые зарекомендовали себя на рынке. Эмитентом бессрочных облигаций может выступать эмитент, чьи облигации находятся в обращении не менее 5 лет и который не допускал существенных нарушений условий исполнения обязательств по облигациям.

Фактически положения законопроекта закрепляют сложившуюся практику размещения бессрочных облигаций, прецеденты размещения которых на российском рынке уже состоялись. Бесспорным лидером по объему размещения является Россельхозбанк, который уже осуществил размещение бессрочных облигаций на общую сумму 15 млрд руб. и планирует их размещение по уже зарегистрированным выпускам, номинированным в рублях, долларах и евро на общую сумму, превышающую 75 млрд руб., 450 млн долл. и 300 млн евро (см. таблицу).

Несмотря на наличие зарегистрированных выпусков бессрочных облигаций, одним лишь внесением изменений в ФЗ «О РЦБ» невозможно сформировать правовое регулирование выпусков бессрочных облигаций. Соответствующие изменения потребуются внести также и в Гражданский кодекс Российской Федерации (далее — ГК РФ), содержащий определение понятия облигации, предусматривающее наличие срока выплаты полной их номинальной стоимости. При этом текст законопроекта не предусматривает внесения изменений в ГК РФ.

Также не прояснился вопрос статуса обращающихся выпусков бессрочных облигаций, например, в случае

если эмитент, уже разместивший бессрочные облигации, не будет соответствовать требованиям, закрепленным в ФЗ «О РЦБ» в редакции законопроекта.

РАСШИРЕНИЕ ФУНКЦИЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Законопроект значительно расширяет функционал организаций, обслуживающих выпуски эмиссионных ценных бумаг эмитентов, а именно организаторов торговли (биржи), депозитариев и регистраторов.

Так, согласно предлагаемым нормам биржа вправе регистрировать все выпуски облигаций с ипотечным покрытием, обеспеченных залогом одного ипотечного покрытия, в том числе размещаемых путем закрытой подписки, если облигации хотя бы одного из таких выпусков размещаются путем открытой подписки и допускаются биржей к организованному торгам. Такие выпуски облигаций, согласно тексту законопроекта, будут относиться к биржевым облигациям.

Депозитарий будет вправе выступать в качестве представителя владельцев облигаций в случаях, определенных в законе, — когда представитель владельцев облигаций не назначен³.

Депозитарную деятельность затронут и изменения, касающиеся получения дивидендов в денежной форме, а также доходов и выплат по облигациям, что в свою очередь повлечет потребность депозитариев в обновлении имеющихся у них локальных актов.

Регистратор станет новым регистрирующим органом. Предполагается, что он будет осуществлять регистрацию первичного выпуска акций при учреждении непубличных акционерных обществ. Таким образом, Законопроект предусматривает наличие уже 4-го по счету регистрирующего органа наравне с Банком России, НКО АО НРД и биржей.

¹ Тематика бессрочных облигаций уже неоднократно озвучивалась как перспективная и востребованная на долговом рынке эмиссионных ценных бумаг. Подробнее см.: Махалин И. Бессрочные облигации: взгляд в «вечность» // *Cbonds Review*. 2017. № 4; Малиновский М., Горелова А. Something old, something new, something borrowed: актуальные инструменты и регулирование российского долгового рынка // *Cbonds Review*. 2016. № 3.

² Финансовое информационное агентство *Cbonds* // *Cbonds.ru*

³ Более подробно о представителе владельцев облигаций и общем собрании владельцев облигаций см.: Чернов А., Павлов Н. Роль собрания владельцев облигаций и их представителя при реструктуризации обязательств эмитента по выпускам облигаций // *Рынок ценных бумаг*. 2017. № 1.

РАЗМЕЩЕННЫЕ ВЫПУСКИ БЕССРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Бумага	Объем, млрд руб.	Регистрационный номер	Дата размещения	Дата оферты (call-период)
Россельхозбанк, серия 06Т1	5	4-34-03349-B	15.07.2016	03.07.2026
Россельхозбанк, серия 07Т1	5	4-35-03349-B	18.07.2016	06.07.2026
Россельхозбанк, серия 08Т1	5	4-36-03349-B	05.10.2016	23.09.2026
СМП Банк, серия 02	2	4-02-03368-B	14.03.2017	12.12.2026
СМП Банк, серия 03	3	4-03-03368-B	13.03.2017	11.12.2026

Регистрация выпуска акций при учреждении будет осуществляться до государственной регистрации непубличного акционерного общества (далее — НПАО), что исключает возможность появления НПАО без зарегистрированных в установленном порядке акций.

Регистратор также может осуществлять регистрацию выпусков (дополнительных выпусков), подлежащих размещению в иных случаях, установленных нормативными актами Банка России. Предположительно к иным случаям будет относиться регистрация дополнительных выпусков акций НПАО.

Положения Законопроекта в части регистрации выпуска акций не распространяются на кредитные организации, а также на некредитные финансовые организации, решение о государственной регистрации которых должно приниматься Банком России.

Полагаем, что наделение регистратора подобными функциями может существенно ускорить процессы регистрации НПАО, так как регистраторы смогут устанавливать свои сокращенные сроки для данных процедур.

Терминология, относящаяся к регистрации, стала более точной и ясной. Так, исключаются понятия «идентификационный номер» и «государственный регистрационный номер». Вместо данных понятий планируется введение единого понятия «регистрационный номер», что абсолютно оправданно, учитывая, что разница в терминологии при фактическом равном их значении на практике приводит к путанице людей, не обладающих знаниями в сфере законодательства о рынке ценных бумаг.

СОВЕРШЕННАЯ ЭМИССИЯ

Особое внимание Законопроекта направлено на изменения, касающиеся порядка эмиссии ценных бумаг, которые можно разделить на следующие блоки:

1. Сокращение сроков процедуры эмиссии эмиссионных ценных бумаг

Законопроект предусматривает сокращение этапов процедуры эмиссии. Так, предполагается исключить этап утверждения решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг как обязательный этап процедуры эмиссии. Этап утверждения решения о выпуске будет необходим только в отдельных случаях, предусмотренных ФЗ «О РЦБ», например при эмиссии облигаций Банка России и выпуске депозитарных расписок. Также Законопроект предусматривает возможность подписания эмиссионной документации представителем эмитента по доверенности, что не предусмотрено действующим законодательством.

Все это может способствовать ускорению процедуры подготовки эмиссионных документов для регистрации, так как в текущих реалиях эмитенты зачастую теряют драгоценное время на издержки, связанные со сроками созыва уполномоченного органа эмитента для утверждения решения о выпуске, либо не могут представить документы в регистрирующий орган по причине долгого отсутствия лица, занимающего должность единоличного исполнительного органа эмитента.

2. Срок размещения облигаций

Законопроект снимает ограничение по сроку размещения для всех типов облигаций, приравнивая таким образом правовое регулирование

в части срока размещения к правовому регулированию биржевых облигаций.

По действующему нормативному регулированию срок размещения ценных бумаг путем подписки не может составлять более одного года с возможностью продления до трех лет. При этом для биржевых облигаций существует норма, в соответствии с которой размещение допускается в течение всего срока до их погашения.

На сегодняшний день эмитенты неразмещенных в срок ценных бумаг, регистрируемых в Банке России, по истечении срока размещения обязаны: предоставить «нулевой» отчет об итогах выпуска либо внести изменения в эмиссионную документацию в части срока размещения ценных бумаг, что влечет за собой дополнительные бюрократические расходы эмитентов. Отмена фиксированного срока размещения благоприятным образом скажется на сокращении указанных издержек.

Со сроком размещения облигаций тесно коррелирует срок регистрации проспекта облигаций, поскольку Законопроект, снимая ограничение по сроку размещения облигаций, одновременно накладывает на эмитентов дополнительную обязанность в форме ежегодной перерегистрации проспекта, в случае если облигации не были размещены в течение одного года. Подобное нововведение практически нивелирует пользу от снятия ограничений по сроку размещения облигаций, в связи с чем полагаем, что данное положение из текста Законопроекта необходимо убрать, при условии сохранения обязанности эмитентов по раскрытию ежеквартальных отчетов.

3. Освобождение эмитентов от обязанности представления уведомления об итогах выпуска

Эмитенты освобождаются от обязанности направлять в регистрирующий орган уведомление об итогах выпуска ценных бумаг. Данная новелла равным образом распространяется на следующие эмиссионные ценные бумаги:

- любые облигации и иные эмиссионные ценные бумаги, не конвертируемые в акции;
- на акции, размещаемые при учреждении АО;
- в случае если акции или конвертируемые в акции эмиссионные ценные бумаги размещены по открытой подписке, оплачены деньгами и (или) эмиссионными ценными бумагами, допущенными к организованным торгам, и если сами допущены к торгам.

В указанных случаях обязанность по предоставлению уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) лежит на регистраторе, ведущем реестр владельцев ценных бумаг эмитента, или депозитарии, осуществляющем централизованный учет прав на ценные бумаги эмитента.

4. Размещение в рамках программы облигаций

Законопроект устанавливает возможность размещения любых облигаций, не конвертируемых в акции в рамках программы облигаций.

По действующему законодательству в рамках программы облигаций могут размещаться:

- документарные облигации с обязательным централизованным хранением без залогового обеспечения, если такие облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости, и выплата номинальной стоимости и процентов по таким облигациям осуществляется только денежными средствами;
- жилищные облигации с ипотечным покрытием;
- иные облигации в случаях, предусмотренных федеральными законами о ценных бумагах.

Программа облигаций как инструмент получила широкое распространение на российском финансовом рынке как удобный механизм, позволяющий оперативно размещать выпуски в рамках программы. Так, наиболее популярными стали программы биржевых и коммерческих облигаций. Также Банком России было зарегистрировано несколько программ концессионных облигаций и программ жилищных облигаций с ипотечным покрытием.

Планируемые изменения помогут максимально расширить сферу применения программ облигаций и позволят размещать в рамках программы в том числе и облигации с залоговым обеспечением.

Законопроект значительно расширяет функционал организаций, обслуживающих выпуски эмиссионных ценных бумаг эмитентов, а именно организаторов торговли (биржи), депозитариев и регистраторов.

Дополнительно необходимо отметить, что для расширения вариативности конструкций совершаемых эмитентами сделок в ФЗ «О РЦБ», по нашему мнению, стоит предусмотреть открытый перечень имущества, используемого в качестве залогового обеспечения по любым выпускам облигаций, так как существующий закрытый перечень, указанный в п. 1 ст. 27.3 ФЗ «О РЦБ», не во всех случаях позволяет эмитентам структурировать сделки удобным для них способом.

В связи с рассмотрением вопроса размещения облигаций в рамках программы также необходимо отметить потенциальные сложности, которые могут возникнуть с проведением общего собрания владельцев облигаций (далее — ОСВО). Например, при реструктуризации выпусков, размещенных в рамках программы облигаций, в случае если существенные условия размещения (к примеру,

количество купонных периодов) обозначены не в условиях выпуска, а непосредственно в тексте программы облигаций. В этом случае потребуются внести изменения в программу облигаций, в свою очередь обусловив необходимость созыва ОСВО по всем выпускам, размещенным в рамках такой программы, что может быть крайне затруднительно при большом их количестве.

5. Электронная форма подачи документов

Важным нововведением, значительно упрощающим процедуру эмиссии для эмитентов, является закрепление возможности подачи документов на регистрацию эмиссионных ценных бумаг в электронной форме.

Само по себе требование к предоставлению 3 экземпляров решения о выпуске и проспекта ценных бумаг является архаизмом, существенно снижающим мобильность эмитента при подготовке эмиссии ценных бумаг. Нередко решение о выпуске и проспект достигают очень больших объемов, на печать и прошивку которых может уйти несколько дней. Еще несколько дней требует подписание эмиссионной документации первым лицом эмитента, не говоря уже о доставке огромного пакета документов в экспедицию регистрирующего органа, когда зачастую после распечатки и сшивки документов эмитенты не успевают в тот же день, до окончания рабочего дня, подать документы на регистрацию. Таким образом, электронная форма подачи документов существенным образом сокращает материальные и транзакционные издержки эмитентов.

Возникает вопрос фактической реализации представления документов в электронной форме. По мнению авторов, хорошим примером электронного документооборота является интерфейс Московской Биржи. Организация процесса представления документов аналогичным образом могла бы упростить процедуру регистрации эмиссионной документации в Банке России.

УПРОЩЕННОЕ «ЗАРУБЕЖЬЕ»

Законопроектом предлагается ввести уведомительный порядок размещения ценных бумаг в других странах путем отмены требования о получении эмитентом предварительного разрешения Банка России для целей размещения ценных бумаг за рубежом, например, в случае размещения ценных бумаг, не являющихся акциями или ценными бумагами, конвертируемыми в акции, которые выпускаются в соответствии с иностранным правом.

ценных бумаг российских эмитентов в иностранных юрисдикциях переняли положительный опыт других государств. В качестве примера законодательств ближнего зарубежья, в которых уже существует упрощенная процедура прямого размещения, можно привести Армению, Азербайджан, Казахстан. Регулирование Европейского союза и вовсе не содержит требований к государственному контролю над размещением долговых инструментов на территории иных стран.

ИНДИВИДУАЛЬНЫЙ ПОДХОД ПРИ РАСКРЫТИИ ИНФОРМАЦИИ

Законопроект предусматривает возможность установления различных требований к составлению проспекта в зависимости от вида ценных бумаг, основной деятельности эмитента, от того, является ли он субъектом малого и среднего предпринимательства, осуществляет ли раскрытие

раскрываемая в проспекте, не всегда отвечает интересам инвесторов, а формальное заполнение всех разделов проспекта приводит к тому, что информация в проспекте зачастую является бесполезной. В частности, это касается раскрытия информации SPV (СФО, СОПФ, ИА) — компаний, специально созданных под конкретные цели.

Законопроект также изменяет требования в части существенных фактов, раскрываемых эмитентами. Так, предлагается полностью исключить из ФЗ «О РЦБ» перечень существенных фактов, урегулировав порядок их раскрытия в нормативных актах Банка России. Надеемся, что на фоне общей тенденции к снижению регуляторных нагрузок на эмитентов Банк России сможет сформировать отвечающий общим потребностям рынка перечень и объем раскрываемой информации при одновременном снижении нагрузки по раскрытию информации эмитентами. К сожалению, в настоящее время раскрытие некоторых существенных фактов только усложняет деятельность эмитентов и практически не несет никакой пользы для инвесторов.

ПОДВОДА ИТОГИ

Авторам хотелось бы отметить, что в настоящее время в ФЗ «О РЦБ» также вносятся изменения в части введения в оборот нового вида ценных бумаг — структурных расписок, регулирования отдельных финансовых договоров, а также саморегулируемых организаций. Большое количество вносимых изменений обусловлено потребностью законодательства о ценных бумагах в существенном улучшении и соответствии мировым тенденциям, но, по мнению авторов, в настоящее время вопрос о совершенствовании законодательства наводит на мысль о необходимости кодификации законодательства о ценных бумагах, так как с каждым годом ФЗ «О РЦБ» становится все более и более запутанным и несогласованным, а происходит это именно по причине одновременного внесения в ФЗ «О РЦБ» правок и изменений различного содержания. ■

Вопрос о совершенствовании законодательства наводит на мысль о необходимости кодификации законодательства о ценных бумагах, так как с каждым годом ФЗ «О РЦБ» становится все более и более запутанным и несогласованным, а происходит это именно по причине одновременного внесения в ФЗ «О РЦБ» правок и изменений различного содержания.

Предполагается, что новый порядок сможет упростить доступ российских эмитентов к иностранным биржам, снизить издержки российских организаций и повысить эффективность их выхода на зарубежные рынки капитала.

Разработчики Законопроекта в части организации размещения

информации в соответствии с п. 4 ст. 30 ФЗ «О РЦБ», а также от количества размещенных эмитентом в течение года выпусков ценных бумаг.

Действующим же законодательством установлены единые требования к составлению проспекта ценных бумаг без учета особенностей эмитента. Так, информация,