

Новые законы для рынка ценных бумаг

МАТЕРИАЛЫ ЕЖЕГОДНОЙ УРАЛЬСКОЙ КОНФЕРЕНЦИИ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК». ПАНЕЛЬ 2: «ИЗМЕНЕНИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ»

Участники обсуждали два проекта — изменения в гражданском кодексе РФ и упрощение процедуры эмиссии. В ГК нужно было решить ряд задач, в результате которых раздел о ценных бумагах становится рабочим. Упрощение эмиссии должно улучшить условия биржевых размещений, помочь выходу на биржу новых эмитентов.

Участники: Людмила Новоселова (Высший арбитражный суд РФ); Алексей Тимофеев (НАУФОР); Татьяна Медведева (ФСФР России).

Людмила Новоселова. Мне бы хотелось сказать о тех вопросах, которые предполагалось решить в момент, когда приступали к работе по модернизации ГК. Процесс приобрел достаточно длительный характер, потому что первоначально принятая концепция при доработке текстов Кодекса подверглась значительным изменениям. Вариант, существующий сейчас (и который пойдет на второе чтение), имеет ряд отличий от варианта, который предлагался изначально.

Расхождения можно определить так. Первоначально предполагалось революций не совершать, а модернизировать ГК, точно внеся изменения там, где практика выявила достаточно серьезные пробелы. И не переворачивать те

моменты, которые хорошо себя зарекомендовали и не создавали больших проблем для участников рынка. Цель была — устранить очевидные противоречия.

Но было и несколько моментов, которые требовали существенных изменений. Один из них — это вопросы, связанные с регулированием института ценных бумаг.

Дело в том, что при подготовке Гражданского кодекса 1994 года многие вопросы на уровне кодекса было невозможно урегулировать, потому что просто никто не знал, как именно это должно делаться. Помню дискуссии начала 90-х о том, что такое бездокументарная ценная бумага, является ли она ценной бумагой, какой должен ей быть предоставлен правовой режим. Все, что мы имели по этому вопросу, — это статья 149 ГК, достаточно витиевато описывающая конструкцию, дающая возможность для самых различных толкова-

ний и мало применимая на практике. Это был основной момент, который требовал реформирования.

При разработке проекта изменений в ГК глава седьмая о ценных бумагах, по сути, была написана заново.

По нашему мнению, нужно было решить очень важную задачу — сформулировать положения, которые являются общими и для «классических», и для бездокументарных ценных бумаг.

Мне сейчас не хочется уходить в теоретические дискуссии, насколько возможно применять термин «ценные бумаги» к бездокументарным ценным бумагам, поскольку в последнем случае нет материального объекта и, соответственно, нет целого ряда возможностей, которые применимы к документарным ценным бумагам. Предметом дискуссии ставилась прагматичная задача: сформулировать непротиворечивые нормы, которые позволяли бы работать с этим инструментом без каких бы то ни было затруднений.

Относительно главы 7 (в том виде, в каком мы ее сейчас видим в проекте) мы с Татьяной Михайловной (Медведевой) испытываем определенную профессиональную гордость: все остальные положения редактировали, а обновленная глава по ценным бумагам подверглась только точечным изменениям. Я думаю, это результат того, что на этапе подготовки текста мы достаточно плотно взаимодействовали с профессиональным сообществом и пытались не навязать профессионалам свои теоретические позиции, а сформулировать то, что действительно необходимо на сегодняшний момент и что может непротиворечивым образом урегулировать ситуацию на рынке.

В настоящее время глава 7 разбита на два раздела. Первый раздел формулирует общие правила, те положения, которые относятся к документарным («классическим») ценным бумагам. Там помещены, в том числе, правила, кото-

рые определяют суть этого института как начало публичной достоверности, и принципы защиты ценных бумаг.

Формулировки, применимые к документарным ценным бумагам, позволили во втором разделе указанной главы (там, где речь идет о бездокументарных ценных бумагах, права на которые только фиксируются на соответствующих счетах) просто сделать отсылки к положениям, которые сформулированы для документарных ценных бумаг. То есть технически это сделано достаточно удачно, и мы можем видеть, что общего между этими двумя конструкциями.

Это, кстати, подтверждает мысль, что у этих двух видов ценных бумаг все-таки больше общего, чем различий.

Мне кажется гораздо более правильным решение, на котором мы остановились — не выделять документарные и бездокументарные бумаги как два различных института с разным правовым режимом, а считать, что один из них — это, скорее, разновидность другого. Разница только в особенностях фиксации и необходимости отражения этих особенностей.

При подготовке главы 7 решалась еще одна важная задача — описание способов защиты, которые могут применяться в данном случае.

Я не помню ни одного обсуждения, которое не сводилось бы к вопросу, можно ли виндигировать (то есть истребовать из чужого незаконного владения) бездокументарные ценные бумаги. Понятно, что на этом вопросе сталкивались разные научные школы — одни выступали за узкую концепцию виндикации, другие говорили, что можно, но это не виндикация, должен применяться другой институт.

Подавляющее большинство споров в судах было связано с истребованием акций...

Алексей Тимофеев. Эта тема связана с добросовестным приобретателем...





Людмила Новоселова. ...да, естественно.

И если исходить из той концепции, что нормы о виндикации, нормы об истребовании незаконного владения в существующем ГК не распространяются на владельцев бездокументарных ценных бумаг, то тогда у нас приобретатель бездокументарных ценных бумаг вообще не защищен! Добросовестный он или нет, бумаги у него изымаются просто на основании того, что где-то выпали из сделки.

Если таким образом трактовать отношения между владельцами ценных бумаг — это страшное дело. Ставилась задача сформулировать в ГК такой способ защиты лица (которое утратило права на бездокументарные ценные бумаги), который, с одной стороны, защищал бы его интересы, с другой стороны — не разрушал бы рынок. Если мы становимся на позицию, которая позволяет лицу, утратившему ценные бумаги при отсутствии оснований или по незаконному основанию, истребовать их у кого угодно, то это означает, что рынка нет. Любой покупатель не защищен никак против такого требования о возврате, — будь он десятым или двадцатым, купив ли бумаги на организованном рынке — он всегда под ударом. Это невозможно в цивилизованном рынке.

Если мы встаем на позицию, что всегда будем защищать только приобретателя, то тогда мы ставим под удар лицо, которое утратило права на ценные бумаги. Нужно было выработать баланс, и за основу брались те принципы, которые заложены в 302 статье ГК, — мы защищаем максимально добросовестного приобретателя и не защищаем недобросовестного приобретателя.

Конструкция, которая заложена в проекте, сложнее, чем статья 302, поскольку пытались по-разному решить вопрос о защите владельцев ценных бумаг, которые обращаются на организованном рынке, и владельцев

ценных бумаг, которые там не обращаются.

Для добросовестных приобретателей, которые работают на организованном рынке, представлена защита даже более серьезная, чем в отношении всех других активов. Дело в том, что общее правило таково: у нас можно истребовать имущество из чужого незаконного владения в том случае, если оно выбыло из владения первоначального собственника помимо его воли.

В отношении ценных бумаг, которые обращаются на организованном рынке, законодатели пошли дальше и сказали, что у добросовестного приобретателя во всех случаях невозможно истребовать это имущество.

Алексей Тимофеев. Правильно ли я понимаю, что в новом варианте начинает действовать практически не действующий раздел о ценных бумагах, особенно в части бездокументарных ценных бумаг, а также что устраняются неясности и усиливается защита добросовестного приобретателя на организованном рынке?

Людмила Новоселова. Да, это действительно так. По сути, раздел становится рабочим. Содержащиеся в нем нормы раньше практически не применялись, использовали только определение, которое было в ГК. Сейчас эта глава достаточно детально регулирует целый ряд отношений, встречающихся каждодневно.

Новые положения детально регулируют ситуацию, связанную с утратой прав на ценные бумаги. Кроме того, в разделе появляется также очень важное положение о корпоративных последствиях утраты ценных бумаг. Постоянно возникал вопрос, можно ли акцептовать те корпоративные решения, которые были приняты лицом, незаконно завладевшим ценными бумагами, дающими право на управление? Может ли это лицо в последующем

пересмотреть те решения, которые были приняты в его отсутствие?

На сегодняшний день это пробельная область. Есть судебная практика, но закон эти вопросы не регулирует.

Мы эту норму включили и тоже попытались сбалансировать интересы общества и лица, которое вначале утратило ценные бумаги, а потом восстановило свои права.

Еще один очень важный момент касается восстановления реестра. У судов возникали огромные проблемы, связанные с ситуацией, когда акционерное общество утрачивает реестр либо у него появляется два-три реестра. В этой ситуации для судов значительные трудности создавал вопрос, кто же реально является акционером и кто может осуществлять права.

Механизма восстановления реестра, кроме того, который закреплен в подзаконных актах, не существовало. В проекте ГК предполагается ввести такой механизм — судебного восстановления реестра, если реестр утрачен.

Алексей Тимофеев. Посвященный упрощению процедуры эмиссии законопроект, который сейчас предлагается ко второму чтению, усложнился, сейчас он посвящен не только вопросам эмиссии, но и еще нескольким.

Что касается процедуры эмиссии, то я позволю сам высказаться по этому поводу.

НАУФОР довольно давно уже предлагает упростить процедуру эмиссии, считая, что с фундаментальной точки зрения то, с чем надо иметь дело, — это источник капитала и место приложения капитала. Нам нужны инвесторы и инструменты.

В области привлечения инвесторов мы считали важной реализацию трех инициатив, ни одна из которых пока не имеет перспектив решения в этом году (хотя мы надеялись, что некоторые из них все-таки будут реализованы). Речь идет о налоговых стимулах. Первый

стимул — отказ от налогообложения через три года владения ценными бумагами, второй — инвестиционные (пенсионные) счета, а третий — это компенсационный фонд.

Создание компенсационного фонда в планах правительства сейчас отнесено на следующий год, а что касается налоговых инициатив, тут мы надеялись, что, по крайней мере, одна из них в этом году пройдет. Провести нам удалось, совместными усилиями, только еще одну налоговую инициативу, о которой не упомянул, — это освобождение от НДС вознаграждений профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективного инвестирования. Эта инициатива не столь масштабна, как упомянутые выше. Тем не менее это серьезное и важное изменение, которое исключает дискриминацию в этом вопросе в отношении финансовых организаций, не являющихся банками. У банков такой налоговой нагрузки не было.

Как ни странно, к инвестиционным счетам относятся лучше, чем к идее отказа от НДФЛ через три года владения ценной бумагой. Консультации на этот счет продолжают, просто тайминг таков, что я не верю, что мы успеем добиться реализации в текущем году. Есть вероятность, что мы этого добьемся в начале следующего года.

Но я хочу вернуться к законопроекту об упрощении эмиссии.

Этим законопроектом должны быть решены несколько задач. Во-первых, это упрощение процедуры эмиссии для всех компаний. Громоздкая процедура невыгодно отличает наш рынок от привычной для зарубежных компаний практики.

Если мы создадим хорошую процедуру, то ею, возможно, воспользуются национальные эмитенты. Особенно если суметь направить на этот рынок средства негосударственных пенсионных фондов или должным образом стимулировать средства населения к инвестициям на фондовом рынке.

Особенно важным нам кажется упростить процедуру эмиссии для небольших компаний, эти компании составляют основу альтернативных рынков всех бирж в мире. Такой рынок есть в Лондоне, на «Дойче Бёрзе», но последнее время особенно на слуху Варшавская биржа, которая стала лидером в этом сегменте в Европе, сделав ставку на размещение небольших компаний.

На каких эмитентов мы могли бы рассчитывать, кроме национальных? На украинских, казахстанских, белорусских. Но Украина своей выбор уже сделала — в пользу Варшавской биржи. По состоянию на конец 2011 года там разместились 11 украинских компаний, и Варшавская биржа начала агрессивный маркетинг среди российских эмитентов.

Мы хотим переломить эту тенденцию. Конечно, дело не только в одной процедуре, но и в ней тоже. В нашем законе мы предусматриваем такие правила (опираясь на европейскую директиву о проспекте): в том случае, если компания обращается не более чем к 150 неквалифицированным инвесторам или к любому количеству квалифицированных инвесторов; или в том случае, если она привлекает не больше 200 млн рублей; или если каждый из приобретателей должен заплатить не менее 4 млн рублей; или если банк обращается к облигационному рынку и привлекает не более 4 млрд рублей в течение года — эти компании имеют право сделать эмиссию без проспекта ценных бумаг.

Эмитенты смогут вывести свои эмиссии на биржу, и мы надеемся, что биржа установит более либеральные и простые правила, чем существующие, потому что такие эмитенты не должны раскрывать отчетность ежеквартально, а только раз в полгода или раз в год.

Мы предусматриваем возможность регистрации проспекта по частям, при-

чем большую часть проекта, которая описывает эмитента, можно зарегистрировать заранее, задолго до последней, короткой части, которая описывает параметры эмиссии. Эту вторую часть можно зарегистрировать уже в тот момент, когда сложится конъюнктура, в течение десяти рабочих дней.

Еще очень важен для всех эмиссий момент начала обращения. Катастрофично при размещении ценных бумаг на нашем рынке то обстоятельство, что в России ценные бумаги могут начать обращаться лишь после оплаты последним инвестором и регистрации. При этом депозитарные расписки могут уже обращаться, а локальные акции — нет, инвесторы должны дожидаться окончания процедуры.

Мы предусматриваем, что сделки с ценными бумагами становятся возможными с момента государственной регистрации выпуска.

Есть большие надежды, что законопроект пройдет в этом году и через Государственную думу, и через Совет Федерации. Во всяком случае, мы намерены этого добиваться.

О других вопросах, которые также решаются этим законопроектом, я попросил бы рассказать Татьяну Михайловну Медведеву.

Татьяна Медведева. Алексей не сказал еще одной важной детали, что брокеры смогут аллоцировать бумаги для своих клиентов, заплатив только 25%. Таким образом, брокерам не нужно будет фондировать деньги, чтобы оплатить 100% ценных бумаг. Им дается время, 14 дней, чтобы они могли передать эти бумаги своим клиентам, которые являются первыми приобретателями. Клиенты должны оплатить соответствующую часть ценных бумаг, и после этого бумаги уже могут переходить в собственность других лиц.

Возможность проведения сделки и переход права собственности в зако-

нопроекте теперь разведены. Сделки можно осуществлять сразу после регистрации ценных бумаг, а переход права собственности будет осуществляться только после полной их оплаты. Поскольку брокер не является собственником ценных бумаг (бумаги поступают на его технический счет), то переход бумаг со счета брокера на счет его клиента не является переходом права собственности. Затем, после оплаты клиентом этих бумаг, они будут свободно обращаться с переходом права собственности.

Следующий важный момент — это изменение подходов к допуску ценных бумаг на организованный рынок. Проект закона вводит следующее правило: для того чтобы бумага была включена в листинг, необходимо принять решение общим собранием либо советом директоров. Для того чтобы выйти из организованного рынка, нужно решение только общего собрания, принятое квалифицированным большинством. Для обыкновенных и для привилегированных акций предусмотрены различные кворумы.

Следующий важный момент для защиты инвесторов — если они голосовали против или не участвовали в голосовании, то они вправе предъявить ценные бумаги к выкупу по справедливой цене.

Относительно бумаг, которые уже сейчас включены в листинг на организованном рынке. Единственное, что их коснется, — выход с рынка будет осуществляться уже по новым правилам.

В этом проекте закона предпринята попытка реанимировать такой инструмент, как российские депозитарные расписки. Так получилось, что после принятия изменений в закон, который касался допуска иностранных ценных бумаг на российский рынок, для РДР режим оказался более жестким, чем для прямого доступа иностранных ценных бумаг. В результате мы не наблюдали «взрыва» появления этих

инструментов на российском рынке, было проведено всего одно размещение, и то, насколько мне известно, этот эмитент хочет уйти с рынка.

В законопроекте предлагается значительно упростить допуск российских депозитарных расписок на организованный рынок. Это будет делаться без специального проспекта, если бумаги уже обращаются на организованном рынке в другой стране. Дается возможность выпускать РДР не только на прямые акции, но и на производные финансовые инструменты, если таковыми не являются расписки на российские активы.

То есть после принятия закона будет возможность выпустить РДР, например, на ADR, которые удостоверяют права в отношении бразильских, китайских акций. Очень важный момент — в этом случае не требуется заключения договора с эмитентом. На рынок будут допущены не только спонсируемые, но также неспонсируемые депозитарные расписки,

Ряд нововведений касается облегчения процедуры допуска и раскрытия информации по иностранным ценным бумагам.

Сделана попытка моментального раскрытия информации на английском языке, но пока мы еще не получили мнения из администрации президента. Если иностранные бумаги приходят на российский рынок, то наши инвесторы фактически оказываются в вакууме, поскольку информация должна раскрываться на русском языке, и очень часто это невозможно сделать в моменте.

Серьезные изменения касаются порядка выплат по ценным бумагам — дивидендов и процентов по облигациям без обязательного централизованного хранения. Дивиденды выплачиваются лицам, которые попадают в список на общее собрание. От момента попадания в список до выплаты проходит срок, нередко полгода, и это

не очень интересно для организованного рынка, когда хочется понимания, какую бумагу ты покупаешь, есть ли по ней дивиденды. Кроме того, это очень невыгодно с точки зрения инвесторов, для иностранных инвесторов появляется возможность нормального налогообложения, которое сейчас им эмитенты не могут обеспечить.

Для эмитентов тоже появляется большой плюс: они будут считаться исполнившими свою обязанность по выплате дивидендов с того момента, когда перечислили нужную сумму номинальным держателям или владельцам.

Таким образом, вводится общепринятая в мировой практике каскадная выплата дивидендов. То есть эмитент при принятии решения о выплате дивидендов определяет дату, на которую будет зафиксирован список акционеров. Каждый акционер может принять решение — продавать бумагу или нет, получит ли он при этом дивиденды. Таким образом, список для выплаты дивидендов не составляется. Те акционеры, которые будут зарегистрированы в реестре на дату выплаты дивидендов, те их и получат. Дивиденды будут выплачиваться через номинальных держателей или напрямую лицам, которые были зарегистрированы в качестве владельцев.

Вводится требование о том, что дивиденды должны выплачиваться на банковские счета для любых лиц (правда, это правило будет отсрочено на три года).

Такая система потребует изменения и у эмитентов, и для инвесторов. Для посредников это большой плюс. Налоговыми агентами теперь будут выступать депозитарии, эмитент перестанет быть налоговым агентом в отношении выплат, которые он производит номинальным держателям, он останется налоговым агентом только в отношении тех лиц, которые зарегистрированы в реестре и которым он будет выплачивать как владельцам.

Таким образом, на депозитарии возлагаются новые функции, у них появляются новые риски, но для клиентов это будет более удобно, поскольку брокеры с депозитариями работают более плотно и могут предоставить своим клиентам больше опций, которые эмитент не может или не хочет предоставлять.

Проект закона предусматривает, что когда будут рассылаться документы для проведения общего собрания, то эмитент обязан номинальным держателям по ЭДО предоставить информацию для проведения общего собрания. И депозитарий должен довести эту информацию до своих клиентов буквально в тот же день.

С 1 января 2014 года (этот нормативный акт уже опубликован) вступит в силу правило, что все эмитенты, независимо от того, ведут ли они реестры самостоятельно или в регистраторах, обязаны вести взаимоотношения с номинальными держателями только по ЭДО.

Соответственно, если будут приняты изменения в Гражданский кодекс, то вести реестр смогут только профессиональные участники рынка ценных бумаг. Эмитенты лишаются возможности самостоятельного ведения реестра.

Алексей Тимофеев. Кстати, добавлю, что также убирается запрет на раскрытие информации о финансовых продуктах, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Просто при раскрытии такой информации нужно указывать, что соответствующие продукты или финансовые институты предназначаются для квалифицированных инвесторов. ▣

