

ЭМИССИЯ ВЫПОЛНИМА

Участники круглого стола обсуждают последствия принятия закона, упрощающего процедуру эмиссии ценных бумаг

Работа по упрощению процедуры эмиссии являлась для НАУФОР в течение последних лет одним из приоритетов. Прежде существовавшая в России процедура невыгодно отличалась от той, что действовала за рубежом и являлась одной из причин сворачивания первичного рынка.

Что изменилось теперь для биржи, эмитентов и участников рынка?

Участники: Анна Кузнецова, Московская биржа; Павел Филимошин, ФСФР; Оксана Деришева, Московская биржа; Антон Мальков, SberbankСIB; Катерина Манова, ЗАО «ВТБ капитал».

Модератор — Алексей Тимофеев.

Алексей Тимофеев. Идея провести этот круглый стол заключалась в том, чтобы собраться после того, как закон об изменении процедуры эмиссии вступил в силу. Законопроект и закон, вступивший в силу, очень отличаются друг от друга с точки зрения восприятия. Плюс к тому, многие уже стараются применить его на практике. Итак, можем ли мы благодаря этому закону добиться успеха на первичном рынке уже в этом году? Или что-то осталось незавершенным?

Антон Мальков. Начнем с того, что закон об изменении процедуры эмиссии — это поворотный

момент в развитии отечественного регулирования фондового рынка. Он сопоставим с изменениями, которые вступили в силу в 2006 году, когда был введен 20-дневный период для реализации преимущественного права акционеров, когда вместо отчета об эмиссии было введено уведомление, — то есть произошли изменения фундаментального характера. Но в известном смысле те изменения, скорее, ретушировали существующую российскую практику и приспособились к ее потребностям. Сейчас в части возможности торговать бумагами произошел отказ от временного тикера. И это действительно переломный момент в коллективном сознании. Это то, что уже давно хотелось сделать, но не получалось.

Я говорил и с эмитентами, и с юристами — они были позитивно удивлены произошедшими из-

менениями. Безусловно, практика пока еще не сложилась, и все пытаются понять, что произошло и как этим можно пользоваться. Но то, что закон поможет сделать работу на фондовом рынке более эффективной, — это абсолютно точно.

У нас есть один эмитент, который сейчас предметно смотрит на новый закон, потому что у них была утверждена структура сделки через торcup. В связи со вступлением в силу нового закона они теперь серьезно задумались о том, чтобы поменять структуру сделки. Ведь зачем городить огород, если этого можно не делать?

Этот эмитент — публичная компания. И, конечно, он смотрит на 8-дневный период осуществления преимущественных прав, который все-таки больше подходит для IPO, нежели для SPO. Потому что двухнедельные маркетинговые мероприятия в контексте SPO — это, скорее, исключение, нежели правило; особенно в текущем рынке, когда все эмитенты стараются минимизировать market exposure.

Мы также обсуждали, возможно ли создание режима, когда преимущественные права действуют только четыре дня. От рынка мы услышали большие возражения.

Наверное, отношение к этому должно быть философским. В контексте происходящей дискуссии мы решили, что запустим преимущественные права. Затем восемь дней истекут, и если это получит отражение в цене (цена уйдет вниз ниже приемлемого уровня), значит, будем ждать следующего окна. Эта проблема не уникальна, потому что есть проблема





существенных фактов, которые очень мешают эмитенту жить с той точки зрения, что они не создают должный режим конфиденциальности.

Как известно, компания должна выйти в рынок совершенно неожиданно, а не предупреждать на каждом этапе эмиссии о том, что скоро будет размещение и создавать, таким образом, *overhang*. А этот 8-дневный период как раз создает *overhang*. На рынке к этому начинает складываться философское отношение.

Это, наверно, первые ощущения после прочтения и начала применения нового закона.

Конечно, многие вещи по понятным причинам мы пока еще не «почувствовали пальцами», потому что нам только предстоит пройти вместе с коллегами из ФСФР через предварительное *review*, посмотреть, как работает возможность внесения изменений в эмиссионную документацию.

Алексей Тимофеев. Вы всерьез рассматриваете возможность использовать процедуру предварительного рассмотрения?

Антон Мальков. Да.

Оксана Деришева. Все будет зависеть, наверно, от структуры проспекта, которая должна быть разработана. Если в первую часть войдет часто изменяющаяся информация, то, вероятно, особого позитива не будет. Потому что каждый раз, перенося срок размещения, например на год, потребуются вносить изменения, точно так же регистрировать первую часть проспекта, а может быть, первую совместно со второй. Поэтому продуктивность изменений, заложенных в законе, во многом будет зависеть от подзаконных актов, от структуры проспекта. Теперь проспект должен состоять из двух частей. И от наполняемости этих двух частей будет зависеть целесообразность переноса даты сделки, которая в свою очередь будет зависеть от окон, открывающихся на рынке.

Алексей Тимофеев. Согласен, что применение закона в большой степени зависит от подзаконных актов, которые должны быть приняты в его развитие. Павел, во-первых, как ты оцениваешь новый закон, а во-вторых, что именно сейчас делает ФСФР по изменению своего регулирования процедуры эмиссии?

Павел Филимошин. Во-первых, я бы сказал, что с точки зрения изменения регулирования сделан очень смелый шаг навстречу эмитентам, инвесторам, рынку в целом. Мы открыли достаточно широкое окно новых возможностей. Любые возможности могут использоваться как в негативном аспекте, так и в позитивном. Безусловно, будут какие-то злоупотребления, но мы считаем важным, чтобы регулирование было ориентировано на добросовестных участников рынка, на добросовестное поведение. Сдержки, запреты, ограничения мешали нормальным честным компаниям выходить на рынок с минимальными затратами и привлекать деньги, а ведь такой выход дает большой стимул для дальнейшего развития.

Как возможности нового законодательства будут использоваться, во многом зависит от подзаконного нормативного регулирования.

Что касается нашей текущей работы, то мы разрабатываем новую редакцию стандартов эмиссии ценных бумаг. В ближайшее время, я надеюсь, она будет размещена на сайте ФСФР, ее можно будет посмотреть и обсудить. Но поскольку там есть регулирование, завязанное на законодательные изменения, вступающие в силу через 180 дней со дня официального опубликования Федерального закона № 282-ФЗ, то хотелось бы, чтобы к лету этот документ уже вступил в силу.

Алексей Тимофеев. Замечу, что в законе много прямых норм, то есть не требующих принятия подзаконных актов. Более того, многие важные

нормы — именно прямые, а стало быть, могут применяться уже сейчас, еще до принятия поправок в нормативные акты ФСФР и ЦБ. Так ли это, по твоему мнению?

Павел Филимошин. Безусловно, положения закона прямого действия могут и должны применяться. Озвучу в качестве примера два элемента, которые уже сейчас используются на практике. Первый такой элемент — добровольный отказ от размещения. Если ни одна ценная бумага не размещена, и эмитенту по каким-то причинам уже невыгодно выходить на рынок, он вправе отказаться от эмиссии через добровольное решение уполномоченного органа и подачу нулевого отчета.

Второй элемент — это продление срока размещения ценных бумаг. Максимальный срок для ценных бумаг, размещаемых путем подписки, ранее был ограничен одним годом с момента регистрации выпуска. Сейчас его можно продлить до трех лет. Причем каждое продление не может составлять более одного года.

Алексей Тимофеев. А нормы, позволяющие начать обращение ценных бумаг раньше, чем прежде, нормы, освобождающие от регистрации проспекта? Если бы компания решила сегодня осуществить размещение ценных бумаг, смогла бы она уже воспользоваться этими нормами?

Павел Филимошин. В феврале этого года мы зарегистрировали эмиссию обыкновенных акций ОАО «Группа компаний «ПИК». Это как раз первый случай, когда компания выпустила дополнительные акции, которым был присвоен номер без дополнительного кода, поскольку бумаги самого выпуска уже торговались, были допущены на биржу.

Алексей Тимофеев. А освобождение от проспекта?

Павел Филимошин. Статья, связанная с регулированием проспекта, пока в силу не вступила. Я считаю, что эти компании уже могут обращаться за

регистрацией без проспекта, но, строго говоря, весь комплекс регулирования, связанный с проспектом, вступит в силу к лету этого года.

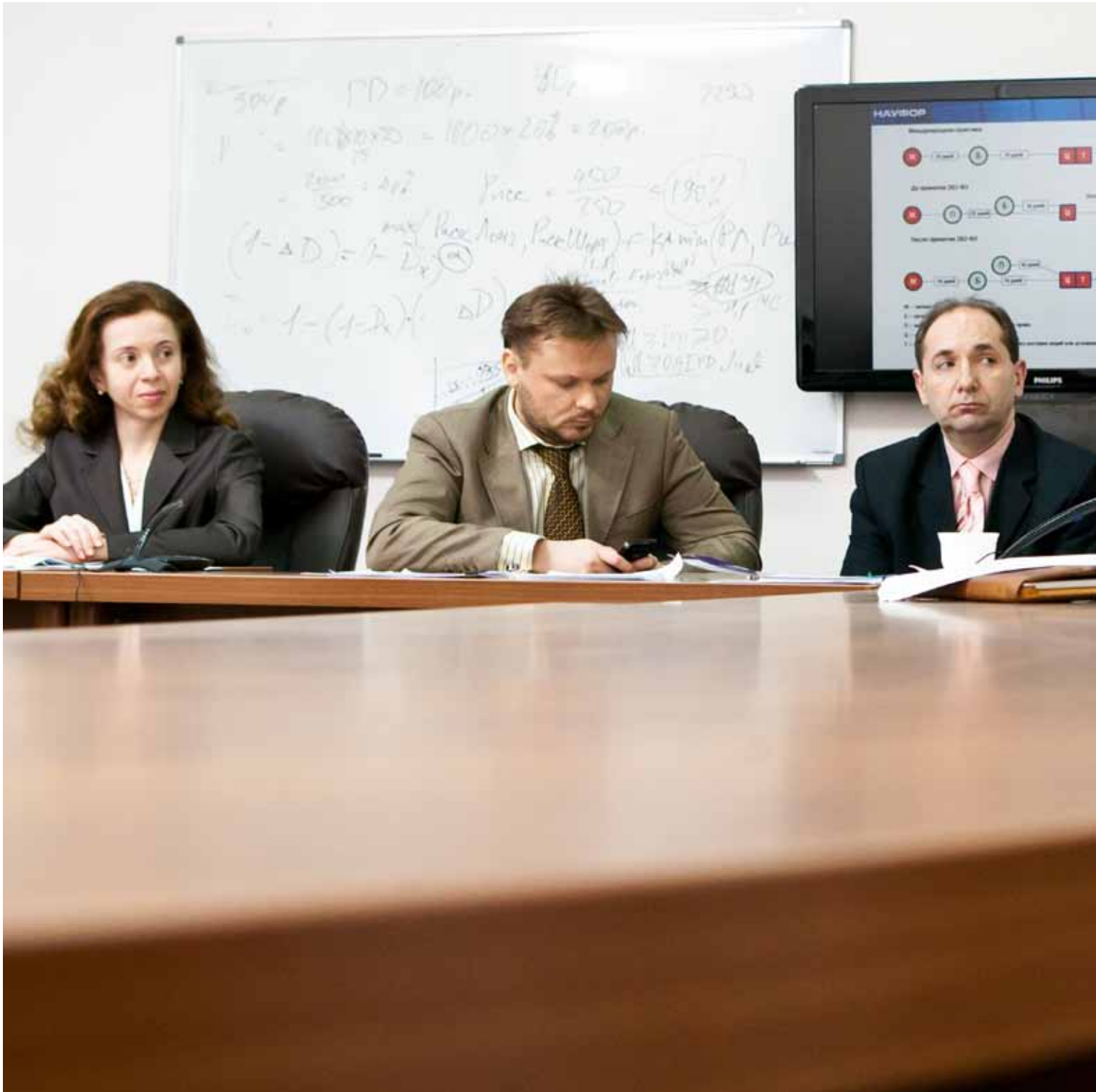
Алексей Тимофеев. Кстати, здесь значительна роль биржи. Закон предусматривает, что режим раскрытия информации для компаний, которые закон освобождает от проспекта, но которые могут быть допущены к обращению на бирже, определяет сама биржа.

Анна Кузнецова. Бесспорно. Мы проводили опрос в рамках конференции SBonds. Эта конференция — мероприятие, на котором всегда присутствует большое количество андеррайтеров. И соответственно, три четверти зала считают неправильным полное отсутствие проспекта.

В связи с этим биржа будет разрабатывать собственные стандарты раскрытия информации. Они будут усеченными, и мы не говорим о полноценном проспекте, иначе во всем этом не будет никакого смысла. Но какие-то дополнительные требования будут разработаны. (К примеру, в секторе РИИ у нас есть дополнительные требования к раскрытию информации — наличие информационного меморандума и листингового агента.) И в текущих правилах листинга мы предусмотрели наличие проспекта, пока биржа не разработает собственные стандарты.

Закон революционный, и он нам очень симпатичен, потому что очевидно, что он позволит российскому рынку сделать большой скачок в направлении упрощения и создания более комфортных условий как для инвесторов, так и для эмитентов. Есть такое ощущение, что еще не все возможности, которые заложены в законе, удалось осознать, но многие вопросы уже отработаны.

На первое место для биржи я бы поставила вопросы, связанные со снятием разных ограничений, как-то: возможность продления срока размещения до





трех лет, сокращение срока действия преимущественного права, регистрация дополнительных выпусков без присвоения дополнительного кода, что позволит нам осуществлять торги разными выпусками в одном «стакане» и начинать торги после оплаты ценных бумаг и до подачи уведомления.

Павел Филимошин. До подачи уведомления и, по сути, до формального завершения эмиссии.

Анна Кузнецова. Все верно. Хотя в результате обсуждения этих опций с организаторами размещений, с инвестбанкирами мы получили неоднозначный ответ на вопрос, все ли готовы пользоваться этими опциями в текущих реалиях. Совершенно точно отсутствие отчета и замена его уведомлением будет востребована у эмитентов классических облигаций. Это позволяет бирже запустить вторичные торги в день размещения. На биржевых облигациях мы такую технологию уже отработали, и я рассчитываю, что в ближайшее время у нас будет первый эмитент, который пойдет по такому пути.

А на классических облигациях нам еще необходимо дополнительно отработать процедуру, потому что в течение дня размещения бирже нужно осуществить взаимодействие, в том числе, с эмитентом.

То есть с биржевыми облигациями процесс проще, с классическими — чуть сложнее. Но по большому счету закон об эмиссии — это революция.

Его вступление в силу будет обозначать, что пенсионным фондам облигации будут продавать не на форвардах, а по сути, их можно будет купить уже на размещении, потому что уже в день размещения бумага появляется на вторичном рынке. То есть в части уведомлений я вижу большой прогресс и дополнительные возможности для рынка.

Хотелось бы отметить отмену требований подписания проспекта ауди-

итором. С одной стороны, это не существенный прогресс, но с другой — это снижение затрат для всех эмитентов. Для средних компаний это будет очень актуально.

Дополнительно снято ограничение по кругу лиц, которые могут выпускать биржевые облигации. Естественно, у эмитентов появляется больше возможностей по привлечению денег. В начале этого года, когда закон уже вступил в силу, но практика еще не была выработана, эмитенты говорили, что ставка по облигациям на 1,5% ниже, чем по кредиту.

С моей точки зрения, положительная мера — изменение прав владельцев биржевых облигаций, поскольку в случае делистинга облигаций данного выпуска появляется возможность предъявить их к выкупу. В случае делистинга других ценных бумаг такой возможности нет, и это создает более комфортные условия для эмитентов.

Алексей Тимофеев. А относительно биржевых облигаций, биржа уже воспользовалась возможностями, которые дает закон?

Анна Кузнецова. Да, мы очень быстро разработали и ввели в действие новые правила листинга. Они вступили в силу с 21 февраля.

Как мы обычно действуем в случае появления новых нормативных актов? В той части, в которой правила противоречат закону, они не действуют — действует закон, а в той части, в которой правила налагают дополнительные ограничения, действуют правила. Новая редакция правил сняла ограничения, которые были отменены законом.

Алексей Тимофеев. То есть вы очень быстро согласились с правотой закона и не стали настаивать на этом правиле?

Анна Кузнецова. С правотой закона мы в любом случае согласны. Мы очень быстро согласились со снятием ограничений.

Алексей Тимофеев. Я помню нашу же дискуссию о том, что биржа имеет право на осторожность, а закон ей эту осторожность позволяет.

Анна Кузнецова. У нас осторожность осталась только в части раскрытия информации и наличия проспекта для небольших компаний. Здесь мы хотим выработать собственный порядок раскрытия. Во всех остальных случаях мы в своих правилах установили максимально либеральные требования.

Алексей Тимофеев. Это уже получило какую-то реакцию? Вы ждете, что число эмитентов биржевых облигаций вырастет?

Анна Кузнецова. Да, ждем.

Оксана Деришева. Кроме того, 28 февраля мы провели мероприятие для эмитентов, на котором принформировали их о новациях законодательства, и на основе уже обработанной обратной связи абсолютно точно можем утверждать, что действительно интерес к новому регулированию у эмитентов есть и в основном он превалирует у эмитентов облигаций.

Алексей Тимофеев. А кто это — банки, не банки?

Анна Кузнецова. Около 60% — корпоративные эмитенты, 40% — банки.

Алексей Тимофеев. Хорошо, я к этому еще вернусь.

Я не собираюсь говорить про детали IPO Московской биржи. Но тем не менее хотел задать вопрос о том, почему биржа не воспользовалась новыми правилами?

Антон Мальков. ...Она не была готова заложиться на то, что процедура по 282-ФЗ материализуется к февралю. Поэтому размещение биржи было структурировано с выпуском казначейских акций на дочку.

Алексей Тимофеев. Я думаю, что это только одна причина. Но, как я понимаю, если б она захотела, то...

Антон Мальков. ... то ее бы ничто не остановило.

Алексей Тимофеев. ...то какие конструкции она могла использовать?

Антон Мальков. Она могла выпустить акции допэмиссии напрямую. У вторичных акционеров было право продать бумаги в рамках размещения, которым они и воспользовались. Это первые 9 миллиардов рублей, а остальные 6 миллиардов рублей — это первичные акции. Вот эти первичные акции были выпущены в форме казначейских акций на «дочку». А если бы закон вступил в действие с 1 декабря, то, наверное, биржа бы воспользовалась возможностью выпуска этих акций напрямую.

Алексей Тимофеев. Тогда это последний прецедент размещения по старым правилам. Но в чем биржа была новатором, так это в том, что в своем маркетинге она могла использовать тот факт, что в России создан центральный депозитарий.

Анна Кузнецова. Это по другим бумагам. Размещение Московской биржи происходило с использованием счетов номинального держания центрального депозитария.

Антон Мальков. Действительно, это было первое размещение с переводом счетов НРД в режим центрального депозитария. Известно, что в отношении всего рынка это произойдет с 1 апреля, но конкретно для размещения биржи было принято решение перейти в этот режим с 15 февраля.

Всегда есть инерция рынка. Когда мы начали маркетингование размещения биржи, то далеко не все участники понимали, что 6 ноября НРД была выдана лицензия центрального депозитария. Более того, даже тем, кто это знал, нужно было завершить внутренние процедуры по признанию НРД центральным депозитарием по открытию счетов в кастодианах. То есть была проделана огромная работа по информированию рынка в короткие сроки. Созванивались с глобальными кастодианами, веерно рассылали всем клиентам письма и так далее.

