В интервью журналу Cbonds Review управляющий партнер адвокатского бюро «Линия права» Дмитрий Глазунов рассказал о последних изменениях законодательства о рынке ценных бумаг, знаковых инновационных сделках на внутреннем рынке облигаций в 2010 году и перспективных будущих правовых новациях, касающихся долговых инструментов.

«Ожидаем закрытия ряда уникальных сделок в начале 2011 года»

Дмитрий ГЛАЗУНОВ,
управляющий партнер,
адвокат, адвокатское
бюро «Линия права»

– Нерядовым событием осени на российском долговом рынке стало первое в его истории размещение выпусков облигаций нерезидента — Европейского банка реконструкции и развития. Насколько мне известно, «Линия права» выступила одним из консультантов сделки. Как вы оцениваете данный дебют?

– В сентябре 2010 года в России действительно были размещены первые выпуски облигаций не традиционного эмитента, а именно российского юридического лица, а принципиально нового для российского рынка ценных бумаг субъекта — эмитента–нерезидента, которым стал Европейский банк реконструкции и развития. Эти бумаги не подчиняются обычным правилам эмиссии ценных бумаг, предусмотренным ФЗ о рынке ценных бумаг, а регулируются недавно введенными правилами об особенностях размещения и допуска к обращению ценных бумаг иностранных эмитентов в России.

Если законодательная основа для появления таких инструментов на российском рынке появилась еще в прошлом году — с введением в ФЗ о рынке ценных бумаг статьи 51.1, посвященной ценным бумагам иностранных эмитентов, — то практическая реализация заложенных в законе механизмов стала возможной благодаря усилиям ФСФР по разработке необходимой для этого подзаконной нормативной базы, которая увидела свет в 2010 году.

Проект по выпуску облигаций ЕБРР по многим критериям является инновационным, залогом его успешной реализации стал профессионализм всех участвующих сторон — регулятора, представителей инфраструктуры рынка, юридических и финансовых консультантов.

Некоторые элементы структуры сделки, такие как специфические функции задействованных агентов, механизм финальных расчетов по облигациям, система раскрытия информации, были применены в России впервые.

Очевидно, что данный инструмент и практические решения, выработанные Ситибанком (организатор выпуска) и «Линией права» в рамках сделок ЕБРР, существенно разнообразят практику российского фондового рынка.

Облигации ЕБРР показали, что российское правовое поле может предложить участникам финансового рынка все необходимые решения, как только с их стороны появляется необходимый спрос.

– А спрос есть?

– Безусловно! Мы ожидаем закрытия ряда аналогичных и не менее уникальных проектов в конце 2010 — начале 2011 года. Речь, в частности, про трансграничную секьюритизацию неипотечных финансовых активов с передачей финансовых активов российской кредитной организации на баланс иностранной компании (SPV), которая в дальнейшем выпустит облигации и предложит их к публичному обращению на российской фондовой бирже. Примечательно, что эта процедурно непростая сделка происходит с участием именно российских участников: брокера, депозитария, биржи и других.

Другой перспективный проект — допуск суверенных облигаций специфического иностранного эмитента, государства, на российский рынок.

Сопровождение таких инновационных сделок — это и вызов профессиональным знаниям, и уникальнейший опыт! На практике мы сталкиваемся с множеством вопросов, доселе не изученных. Каким образом обеспечить права российских инвесторов – покупателей облигаций иностранного государства с тем, чтобы применимым правом по данным облигациям было право Российской Федерации, а компетентным судом — российский суд? Каким образом в этих же целях закрепить отказ иностранного государства от судебного иммунитета? В процессе сопровождения подобных новых для российского рынка проектов приходится решать эти и другие ранее неизвестные в российском правовом поле вопросы и тем самым способствовать реализации очень важной задачи — модернизации российского фондового рынка, выработки адекватной современным вызовам правоприменительной практики.

– Раз уж мы затронули тему выхода иностранных эмитентов на российский рынок, не могу не спросить про РДР: эта проблема обсуждается на протяжении более пяти лет, но в силу нормативных пробелов по сей день не был зарегистрирован ни один выпуск расписок…

– Основной проблемой российского законодательства об РДР было достаточно сложное и не всегда ясное регулирование самого процесса регистрации, обращения этих ценных бумаг и сопровождающего его процесса раскрытия информации. Так, раскрытие информации в рамках программы РДР состоит из двух больших блоков: информация об РДР и эмитенте РДР и информация о представляемых ценных бумагах и их эмитенте. Первая часть не вызывает серьезных вопросов, так как, по сути, предполагает обычное раскрытие информации в соответствии с нашим законодательством. Но с раскрытием информации о ценных бумагах иностранной компании возникали проблемы. Минувшим летом наконец были введены изменения в Положение о раскрытии информации, значительно прояснившие и упростившие раскрытие информации о представляемых ценных бумагах и их эмитенте путем раскрытия информации на иностранной бирже, так что теперь можно ожидать первые сделки.

> «НЕКОТОРЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СТРУКТУРЫ СДЕЛКИ ПО ВЫПУСКУ ОБЛИГАЦИЙ ЕБРР, ТАКИЕ КАК СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ФУНКЦИИ ЗАДЕЙСТВОВАННЫХ АГЕНТОВ, МЕХАНИЗМ ФИНАЛЬНЫХ РАСЧЕТОВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ, СИСТЕМА РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ, БЫЛИ ПРИМЕНЕНЫ В РОССИИ ВПЕРВЫЕ»

Стоит также упомянуть о введении возможности расторжения договора между эмитентом РДР и эмитентом представляемых ценных бумаг в рамках спонсируемых выпусков РДР. Введена возможность внесения в решение о выпуске РДР положения о том, что владелец РДР считается давшим согласие на расторжение данного договора по предусмотренным им основаниям с момента приобретения РДР. Решены многие другие вопросы, ранее являвшиеся предметом ожесточенных споров всех заинтересованных сторон. Безусловно, завершение формирования правового поля для выпуска российских депозитарных расписок можно по праву отнести к одному из главных достижений российских законодателей и российского регулятора.

Иностранный эмитент, ценные бумаги которого выходят на рынок в такой «оболочке», получает дополнительный рынок для своих инструментов. С другой стороны, у российских инвесторов появляется возможность большей диверсификации активов за счет приобретения ценных бумаг нероссийских эмитентов; при этом благодаря дополнительному сервису и услугам для владельцев РДР (связанных с голосованием, получением дохода по представляемым ценным бумагам) они получают более комфортные условия, чем если бы ценные бумаги покупались ими напрямую.

– Какие изменения в законодательстве о рынке ценных бумаг в этом году вы бы назвали знаковыми?

– Прежде всего, это изменения Закона о рынке ценных бумаг, устанавливающие требования к поручителям по облигациям. Ранее поручительство по облигациям требовалось лишь формально, и поручителем при недостаточности размера уставного капитала эмитента могло быть практически любое лицо. Теперь же поручителем может быть обеспечена только та сумма займа, которая не превышает стоимости чистых активов такого лица. То есть облигации, которые ранее в соответствии с законом относились к категории «инвестиций повышенного риска», больше выпускаться не могут.

Но возникает вопрос: относится ли требование к размеру чистых активов поручителя к одному облигационному займу или ко всем займам, по которым данное лицо выступает поручителем? Нам известны случаи в практике, когда проблема с недостаточностью размера чистых активов поручителя решалась путем «разбивания» суммы займа на несколько самостоятельных выпусков, размер каждого из которых не превышал стоимости чистых активов поручителя.

Безусловно, положительным для компаний, зарекомендовавших себя на рынке и имеющих публичные рейтинги или доступ на фондовую биржу (листинг), является то, что к ним более не применяется требование о размере займа, который не должен превышать размер их уставного капитала и величину обеспечения по облигациям. Таким образом, для этих компаний снимается и проблема чистых активов поручителя.

– В июле 2010 года Госдума приняла закон об инсайде. Вы этот законопроект приветствуете?

– В целом, да. Тем более что дискуссия о необходимости его принятия продолжается уже более десяти лет. Принятие закона, несомненно, можно считать очень своевременным шагом — процесс завершения переговоров по вступлению России в ВТО и усилия российских властей по развитию направления под названием «Москва как международный финансовый центр» были бы неполноценными без активизации работы по завершению обсуждения давно существующего законопроекта.

> ПРЕДЛОЖЕННОЕ ОПРЕДЕЛЕНИЕ «ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ» В ОТНОШЕНИИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОРГАНОВ, В ТОМ ЧИСЛЕ ПРАВООХРАНИТЕЛЬНЫХ, НЕСОВЕРШЕННО И ОСТАВЛЯЕТ МЕСТО ДЛЯ ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЙ

В нем отражены основополагающие тенденции в сфере регулирования использования инсайдерской информации и ограничения манипулирования рынком, но есть и ряд вопросов. Так, функция регулятора по определению «сведений, относящихся к инсайдерской информации», и само введение понятия «сведения» в параллель к «инсайдерской информации» не совсем понятны. Как регулятор исчерпывающе определит перечень таких сведений? Как «инсайдерская информация» вообще может быть сведена к ограниченному перечню сведений? Понятие предполагает гибкость, и суть его может определить практика рынка.

Кроме того, в определении «инсайдера» логично было бы руководствоваться всего тремя критериями: лицо занимает должности в органах управления компании, владеет долей в уставном капитале эмитента либо в силу своей должности (профессии, трудовой функции или заключенного с эмитентом договора) обладает инсайдерской информацией.

Предложенное определение «инсайдерской информации» в отношении государственных органов, в том числе правоохранительных, также несовершенно и оставляет место для злоупотреблений. Спорным выглядит и ограничение сферы действия закона только финансовыми инструментами, обращающимися на российском фондовом рынке (это следует из п. 2 ст. 1 проекта). Тем не менее, все эти моменты не могут изменить положительного впечатления от закона.

Закон вступит в силу 27 января 2011 года (за исключением отдельных его положений, которые начнут действовать позднее). В связи с этим большому количеству компаний – субъектов российского рынка ценных бумаг потребуется провести огромную работу по разработке внутренних регламентов и правил, регулирующих, согласно закону, обращение с инсайдерской информацией. Потребуется вести список инсайдеров, разработать порядок ведения этого списка, порядок уведомления о его изменении регулятора и прочие документы, а также выполнять целый ряд иных обязанностей.

Безусловно, подготовка указанных документов должна осуществляться профессионалами, знающими специфику и основные тенденции правового поля российского фондового рынка. Ведь от качества разрабатываемой документации будет зависеть то, как будет формироваться практика применения абсолютно новых для России институтов инсайда. А предусмотренные законом уголовно-правовые санкции к нарушителям законодательства об инсайде лишний раз подчеркивают важность тщательного соблюдения регулирования в этой области и скрупулезного отношения к принимаемым документам.

> ЕСТЬ ПОТРЕБНОСТЬ В РАЗРАБОТКЕ ПРАВОВЫХ МЕХАНИЗМОВ ДЛЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ТАКИХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ, КАК КРЕДИТНЫЕ КАРТЫ, ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ КРЕДИТЫ, АВТОКРЕДИТЫ, СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ БИЗНЕСА

– Если говорить о перспективных потребностях рынка, какие еще законодательные нововведения ему необходимы в первую очередь?

– Требуется совершенствование законодательной базы, регулирующей сделки секьюритизации в части расширения линейки активов, которые могут быть секьюритизированы по российским правилам. В российской практике имеется уже достаточное количество сделок секьюритизации ипотечных активов, но есть потребность в разработке правовых механизмов для секьюритизации иных финансовых активов, таких как кредитные карты, потребительские кредиты, автокредиты, секьюритизация бизнеса. Рынок давно ждет законов о секьюритизации и обеспечении финансовых обязательств. Тексты законопроектов активно обсуждаются специально созданной рабочей группой при ФСФР, координацию деятельности которой взяла на себя «Линия права». Благодаря этой работе сейчас можно констатировать, что законопроекты находятся на завершающей стадии и, будем надеяться, увидят свет уже в 2011 году. Они предлагают более эффективные в сравнении с действующим законодательством, а также принципиально новые инструменты, которые позволят выпускать ценные бумаги с высоким уровнем рейтинга и более гибко структурировать сделку.

CBONDS-EM

ИНФОРМАЦИОННАЯ УСЛУГА CBONDS ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН EMERGING MARKETS

Мехико Бразилиа Москва Нью-Дели Пекин

ПОДПИСКА НА ПЛАТНЫЙ СЕРВИС CBONDS-EM ВКЛЮЧАЕТ:

- доступ к базе эмиссий еврооблигаций стран Emerging Markets
- доступ к ежедневным котировкам еврооблигаций фондовых бирж и внебиржевого рынка
- индикаторы рынков Emerging Markets
- новостную ленту по выпускам еврооблигаций и макроэкономике