Александр КУЗНЕЦОВ,
юрист, Адвокатское бюро «Линия права»

Александра ФАСАХОВА,
партнер, Адвокатское бюро «Линия права»

Выпуск облигаций — 2020

В конце 2018 года был принят Закон об упрощении процедуры эмиссии[1], который внес целый ряд нововведений в регулирование ценных бумаг: часть этих правил уже действует с 28 декабря 2018 года, другая — вступает в силу с 1 января 2020 года. Принятие данного закона стало важным этапом реформирования российского фондового рынка, результаты которого можно будет оценить позднее, после тестирования законодательных новелл на практике. В данной статье мы сфокусируемся на изменениях, касающихся процесса выпуска, а также рассмотрим некоторые практические вопросы работы над выпусками облигаций, планируемыми к размещению в 2020 году.

Нововведения можно условно разделить на две категории: (1) изменения, направленные на создание новых или развитие существующих инструментов в российском правовом поле (например, появление бессрочных облигаций небанковских корпоративных эмитентов, «перезагрузка» конвертируемых облигаций, возможность выпуска любых облигаций, не конвертируемых в акции, в рамках программы и др.), и (2) «процедурные» изменения, касающиеся порядка выпуска ценных бумаг и оформления эмиссионных документов. Остановимся подробнее именно на последних.

Многие из анализируемых изменений требуют развития и реализации на уровне подзаконных актов. Как мы понимаем, в настоящее время Банк России готовит такие изменения, и при работе над предстоящими выпусками облигаций, а также при написании данной статьи мы руководствовались, в частности, проектом новых Стандартов эмиссии[2], опубликованным на сайте Банка России 4 июля 2019 года.

ЦЕНТРАЛИЗОВАННЫЙ УЧЕТ ВМЕСТО ЦЕНТРАЛИЗОВАННОГО ХРАНЕНИЯ

Все эмиссионные ценные бумаги, включая облигации, теперь являются бездокументарными, а права из бумаги

[1] Федеральный закон от 27.12.2018 № 514-ФЗ «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».

[2] Проект Положения Банка России «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

закрепляются в решении о выпуске. Новелла в большей степени затронет регулирование так называемых «документарных» облигаций с обязательным централизованным хранением. Интересна она в первую очередь в теоретическом плане, а на практике вряд ли как-то серьезно изменит жизнь эмитентов и инвесторов. Еще до вступления в силу соответствующих изменений в Закон о РЦБ[1] документарные облигации являлись таковыми лишь формально, фактически же оформлялся единый сертификат на весь выпуск, который передавался депозитарию, при этом права на облигации учитывались на счетах депо. Теперь сертификаты отменены, и вместо централизованного хранения облигаций появился централизованный учет прав на них.

«НЕГОСУДАРСТВЕННАЯ» РЕГИСТРАЦИЯ ВЫПУСКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

В отношении биржевых и коммерческих облигаций теперь вместо загадочного действия по «присвоению идентификационного номера» действия биржи и центрального депозитария прямо признаются регистрацией ценных бумаг, но не «государственной» (которую осуществляет Банк России). Как и сейчас, биржа и центральный депозитарий будут регистрировать plain vanilla облигации. Дополнительно биржа сможет регистрировать биржевые облигации с ипотечным покрытием, тогда как по действующему законодательству биржевые облигации не могут быть с залоговым обеспечением. Для коммерческих облигаций опция с залоговым обеспечением осталась недоступной.

УСКОРЕНИЕ ПРОЦЕДУРЫ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ

С 2020 года отменяется требование об утверждении решения о выпуске облигаций уполномоченным органом управления эмитента (исключение — облигации, конвертируемые в акции). Кроме того, расширяется круг лиц, которые будут вправе подписывать решение о выпуске: помимо единоличного исполнительного органа (ЕИО) это смогут делать уполномоченные лица по доверенности.

[1] Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

РЕШЕНИЕ О ВЫПУСКЕ И ДОКУМЕНТ, СОДЕРЖАЩИЙ УСЛОВИЯ РАЗМЕЩЕНИЯ

По действующему законодательству ключевым «правоустанавливающим» документом по облигационной сделке является решение о выпуске. В частности, в нем отражаются сведения о номинальной стоимости облигаций, правах и обязанностях владельцев облигаций и эмитента, обеспечении по выпуску, а также ряд коммерческих параметров, включая объем эмиссии, цену (или порядок ее определения), способ (открытая/закрытая подписка), срок и порядок (биржевой/внебиржевой) размещения облигаций. Требование об указании перечисленных коммерческих параметров в решении о выпуске на практике приводило к тому, что эмитент должен был заранее, до подачи документов на регистрацию выпуска и общения с потенциальными инвесторами, установить основные параметры финансирования, привлекаемого от облигационеров, в том числе объем выпуска. Это неудобно, поскольку не позволяет эмитенту определить объем выпуска с учетом спроса на бумагу.

С 1 января 2020 года вышеуказанные коммерческие параметры должны будут описываться не в решении о выпуске, а в документе, содержащем условия размещения облигаций. Таким документом может быть либо проспект ценных бумаг, либо отдельный документ, содержащий условия размещения (в некотором роде аналог final terms в зарубежных выпусках). По нашему мнению, включение условий размещения в проспект ценных бумаг будет неудобно для большинства эмитентов, поскольку их нужно будет определить до подачи проспекта на регистрацию, что, по сути, аналогично текущему регулированию, когда такие условия включаются в решение о выпуске. Вторая опция предоставляет эмитенту гораздо большую гибкость, поскольку отдельный документ, содержащий условия размещения, не подлежит регистрации и, соответственно, коммерческие параметры выпуска можно определить по результатам маркетинга ценной бумаги непосредственно перед датой начала размещения облигаций. Основное требование, которое необходимо будет соблюсти: до начала размещения облигаций эмитент должен предоставить инвесторам возможность ознакомиться с документом, содержащим условия размещения[2].

В Таблице 1 мы сопоставили документ, содержащий условия размещения, и решение о выпуске облигаций.

ИЗМЕНЕНИЕ ТРЕБОВАНИЙ К ПРОСПЕКТУ ЦЕННЫХ БУМАГ

Закон об упрощении процедуры эмиссии изменил перечень оснований, при наличии которых выпуск ценных бумаг должен сопровождаться регистрацией проспекта. Надо отметить, что, на наш взгляд, регулирование в этой части было «упрощено» лишь ограниченно.

С одной стороны, теперь проспект можно не регистрировать при размещении (1) ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов/акционеров эмитента вне зависимости от количества лиц, имеющих преимущественное право приобретения ценных бумаг/акционеров, (2) выпусков на сумму до 1 млрд рублей (ранее — 200 млн) в течение года, (3) ценных бумаг «в одни руки» от 1.4 млн рублей (ранее — 4 млн). С другой стороны, если проспект ценных бумаг был зарегистрирован вместе с программой облигаций, при размещении выпусков по истечении 1 года с даты регистрации теперь требуется новый проспект. Более того, размещение отдельных выпусков ценных бумаг (не в рамках программы), в отношении которых зарегистрирован проспект, теперь возможно в течение 1 года с даты его регистрации, после чего размещение допускается при условии регистрации нового проспекта (таким образом законодатель привязал срок размещения к моменту регистрации проспекта, а не выпуска). Нам представляется, что введение такого «срока годности» для проспекта — адекватная мера для повышения уровня раскрытия информации на российском фондовом рынке.

[2] В силу п. 6 ст. 24 Закона о РЦБ (в новой редакции) документ, содержащий условия размещения, должен быть предоставлен для ознакомления инвесторам до начала размещения облигаций. На практике такое предоставление для ознакомления можно осуществить путем публичного раскрытия.

Критерий	Решение о выпуске	Документ, содержащий условия размещения (действует с 01.01.2020)
Роль	Описание объема прав и обязанностей владельцев облигаций и эмитента	Закрепление коммерческих параметров размещения
Регистрация	Да	Нет (кроме облигаций, конвертируемых в акции)
Утверждение уполномоченным органом управления эмитента (ОС[1]/СД[2])	До 31.12.2019 — да С 01.01.2020 — нет (кроме облигаций, конвертируемых в акции)	Нет (кроме облигаций, конвертируемых в акции)
Подписание	До 31.12.2019 — только ЕИО С 01.01.2020 — ЕИО или по доверенности	ЕИО или по доверенности

Таблица 1
Решение о выпуске облигаций vs Документ, содержащий условия размещения

ПО ОБЩЕМУ ПРАВИЛУ, ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ, ВЫПУСК КОТОРЫХ БУДЕТ ЗАРЕГИСТРИРОВАН ДО 01.01.2020, БУДЕТ ОСУЩЕСТВЛЯТЬСЯ ПО «СТАРЫМ» ПРАВИЛАМ

Также Закон об упрощении процедуры эмиссии и проект новых Стандартов эмиссии позволяет вместо регистрации проспекта ценных бумаг подготовить и подать регулятору (или на биржу) уведомление о составлении проспекта. Это возможно при соблюдении трех условий: (1) эмитент осуществляет свою деятельность не менее 3 лет, (2) эмитент не отвечает признакам банкротства, неплатежеспособности или недостаточности имущества, предусмотренным законодательством о банкротстве, (3) эмитент в течение 3 последних завершенных отчетных лет разместил ценные бумаги не менее трех выпусков (дополнительных выпусков), регистрация каждого из которых сопровождалась составлением и регистрацией проспекта ценных бумаг. Таким образом, регулятор позволяет «опытным» эмитентам избежать стадии регистрации подготовленного и утвержденного эмитентом проспекта в отношении нового выпуска ценных бумаг.

СРОКИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ РЕГИСТРАЦИИ ВЫПУСКОВ

С 1 января 2020 года меняются сроки государственной регистрации выпусков всех видов ценных бумаг. В первую очередь меняется принцип их исчисления: вместо календарных дней будут рабочие, что удобно для регулятора и позволяет ему избежать ситуаций, когда праздники сокращают для сотрудников регулятора фактический срок работы с соответствующими документами. Итак, срок государственной регистрации выпуска без проспекта будет составлять 15 рабочих дней (вместо 20 календарных дней по действующим правилам), то есть с учетом выходных и праздничных дней фактический срок регистрации составит не менее 21 календарного дня. В отношении выпусков с проспектом срок поменялся с 30 календарных дней на 20 рабочих.

[1] Общее собрание акционеров/участников.

[2] Совет директоров/наблюдательный совет

ОТЧЕТ VS УВЕДОМЛЕНИЕ ОБ ИТОГАХ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ

Новый подход отражен в части фиксации итогов размещения ценных бумаг. Так, существенно расширен перечень случаев, когда вместо отчета об итогах выпуска, подлежащего государственной регистрации, в Банк России представляется уведомление: в эту зону попали все облигации всех эмитентов, не конвертируемые в акции. Для конвертируемых облигаций возможность подачи уведомления об итогах выпуска, по общему правилу, появится, если они одновременно соответствуют нескольким критериям: (1) размещены по открытой подписке, (2) оплачены деньгами или ценными бумагами, допущенными к организованным торгам, и (3) допущены к организованным торгам. Специальное правило предусмотрено для облигаций, конвертируемых в акции непубличного акционерного общества: для таких бумаг уведомление возможно при размещении даже по закрытой подписке, но с использованием инвестиционной платформы[3].

Важно отметить, что обязанность по представлению уведомления об итогах выпуска переложена с эмитента на депозитария, осуществляющего централизованный учет прав на облигации, и регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев именных облигаций[4]. Как мы понимаем, такое уведомление будет подаваться в Банк России в электронной форме, что упростит и автоматизирует подведение итогов размещения.

НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ВЫПУСКА КОНВЕРТИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В Законе об упрощении процедуры эмиссии ценных бумаг и новых Стандартах эмиссии предусмотрен ряд важных новаций, направленных, как видится, на устранение препятствий для осуществления рыночных выпусков конвертируемых облигаций российских эмитентов.

Главной проблемой российских конвертируемых облигаций всегда было то, что на мо-

[3] Речь идет о краудфандинговых площадках, деятельность которых с 01.01.2020 будет регулироваться Федеральным законом от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[4] Следует отметить, что на практике именные облигации практически не выпускаются.

мент выпуска и размещения облигаций нельзя было гарантировать, что акции, в которые они будут конвертироваться, будут выпущены и переданы инвесторам в соответствии с условиями, прописанными в эмиссионной документации. Для выпуска и размещения таких акций требовалось отдельное решение ОС или СД (в зависимости от положений устава) эмитента. Таким образом, российское законодательство не предусматривало ни эффективных возможностей понуждения эмитента к исполнению обязанности по конвертации, ни механизма принудительной или автоматической конвертации, которая не зависела бы от действий эмитента. Законодатель попытался устранить этот недостаток.

Во-первых, синхронизированы процессы выпуска конвертируемых облигаций и акций, в которые они конвертируются. Выпуск акций, предназначенных для конвертации, регистрируется до регистрации или одновременно с регистрацией выпуска конвертируемых облигаций. Введено правило о том, что размещение конвертируемых облигаций возможно только после зачисления акций, размещаемых путем конвертации, на эмиссионный счет эмитента, где они будут «ждать» возможной конвертации.

Во-вторых, закон предусматривает теперь возможность принудительной конвертации. Закреплено, что регистратор (депозитарий) осуществляет конвертацию на основании «добровольного» распоряжения (поручения) эмитента или без такового по заявлению инвестора при условии выполнения триггеров для конвертации, установленных решением о выпуске.

К сожалению, в законодательстве сохранилось требование об указании в решении о выпуске коэффициента конвертации (то есть конкретного количества акций, в которые осуществляется конвертация одной конвертируемой облигации) без возможности предусмотреть некую формулу для определения этого коэффициента на момент собственно конвертации. Данное обстоятельство существенно затрудняет структурирование выпусков конвертируемых облигаций по российскому праву, так как зафиксировать твердое число акций на облигацию на весь срок обращения облигаций до конвертации можно не во всех случаях. Мы надеемся, что в будущем этот правовой «рудимент» будет удален, что было бы, безусловно, позитивно для рынка и российских эмитентов, которые получили бы еще один работающий инструмент для привлечения финансирования.

БАНКОВСКАЯ СПЕЦИФИКА

Определенные затруднения в связи с уведомлением об итогах выпуска могут возникнуть у кредитных организаций — эмитентов субординированных облигаций[1]. Дело в том, что по текущим правилам субординированный облигационный заем включается в состав источников капитала кредитной организации с даты государственной регистрации отчета об итогах выпуска (при наличии согласия Банка России на такое включение и подтверждения регулятора о соответствии условий эмиссии, включая процентную ставку, требованиям законодательства[2]).

Таким образом, действующее банковское регулирование пока не учитывает новации, предусмотренные Законом об упрощении процедуры эмиссии. Пока неясно, нужно ли кредитной организации — эмитенту субординированных облигаций представлять в Банк России какой-либо документ вместо отчета об итогах выпуска (как мы ранее отмечали, уведомление об итогах направляется в Банк России без участия эмитента). Кроме того, пока непонятно, с какого момента денежные средства, привлеченные в ходе эмиссии, будут включаться в состав источников капитала кредитной организации в условиях направления в Банк России уведомления об итогах выпуска субординированных облигаций. Надеемся, что в ближайшее время регулятор решит описанную выше проблему.

Кроме того, необходимо отметить, что Закон об упрощении процедуры эмиссии ограничил оборот субординированных облигаций: теперь они являются ценными бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, а минимальный номинал субординированной облигации установлен на уровне 10 млн рублей.

В целом, с 1 января 2020 года процедура эмиссии ценных бумаг кредитных организаций будет регулироваться новыми Стандартами эмиссии, при этом Инструкция № 148-И[3] отменяется. Это означает, что все «процедурные» изменения, рассмотренные в данной статье, будут применимы к банкам.

ПЕРЕХОДНЫЙ ПЕРИОД

Поскольку работа над простым выпуском облигаций (включая согласование эмиссионной документации, получение корпоративных одобрений, регистрацию выпуска, размещение и подведение его итогов) занимает в среднем от двух месяцев до полугода, на стыке 2019 и 2020 годов важнейшим для эмитентов ценных бумаг станет вопрос: какие правила будут применяться к планируемому выпуску — старые или уже новые? По общему правилу, эмиссия ценных бумаг, выпуск которых будет зарегистрирован до 01.01.2020, будет осуществляться по «старым» правилам.

Следует иметь в виду, что документарные облигации с обязательным централизованным хранением, зарегистрированные до 01.01.2020, размещение которых не началось до 01.01.2020, признаются бездокументарными облигациями с централизованным учетом прав, а документарные облигации, размещение которых началось до 01.01.2020, являются документарными ценными бумагами до их погашения.

Важно также учитывать, что если проспект ценных бумаг зарегистрирован до 01.01.2020, то размещение ценных бумаг, в отношении которых зарегистрирован этот проспект, допускается в течение 2 лет начиная с 01.01.2020, после чего размещение ценных бумаг допускается при условии регистрации нового проспекта (а не в течение 1 года с даты его регистрации, как будет по «новым» правилам).

---

[1] Имеются в виду субординированные облигации, признаваемые источником добавочного или дополнительного капитала кредитной организации в соответствии с Положением Банка России от 04.07.2018 № 646-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций (“Базель III”)».

[2] Если такого согласия/подтверждения нет, включение в капитал происходит с даты выдачи соответствующего согласия/подтверждения Банком России. На практике получение подтверждения регулятора в части процентной ставки по субординированному инструменту в некоторых случаях возможно только после размещения облигаций.

[3] Инструкция Банка России от 27.12.2013 № 148-И «О порядке осуществления процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций на территории Российской Федерации».