КНИЖНЫЙ МЕТОД продажи ценных бумаг

Юрий Туктаров,
партнер, юридическая фирма
«Авакян, Туктаров и Партнеры»

Принято различать три базовых метода продажи ценных бумаг: по фиксированной цене, путем проведения аукциона и посредством формирования книги заявок. Мы живем в эпоху книжного метода продажи ценных бумаг, который основан на том, что сначала осуществляется сбор заявок от инвесторов (книга заявок), а затем эмитент (андеррайтер) свободно принимает решение о параметрах размещения своих ценных бумаг (кому, сколько и по какой цене). В настоящей статье приводится анализ действующего законодательства с точки зрения регулирования в нем книжного метода продажи ценных бумаг, а также дается правовая оценка размещения облигаций серии 07 ЗАО «Факторинговая компания «Еврокоммерц» (далее — облигации «Еврокоммерц»).

ДВА ПОРЯДКА ЗАКЛЮЧЕНИЯ ДОГОВОРОВ

Стандарты эмиссии ценных бумаг (далее — Стандарты) для размещения ценных бумаг путем открытой подписки предусматривают два порядка заключения договоров, направленных на приобретение размещаемых ценных бумаг:

- направление адресованного неопределенному кругу лиц приглашения делать предложения (оферты) о приобретении размещаемых ценных бумаг (абзац 2 пункта 6.2.1);
- размещение ценных бумаг через организатора торговли ценными бумагами, в том числе на проводимых им торгах (абзац 7 пункта 6.2.1).

Порядок заключения договоров путем приглашения делать предложения (оферты) обладает признаками книжного метода продажи ценных бумаг, поскольку предполагает формирование книги заявок инвесторов, на основе которых эмитент по своему собственному усмотрению определяет параметры размещения ценных бумаг: кому, а также — в соответствующих случаях — сколько и за сколько продавать ценные бумаги. В Стандартах по этому поводу говорится буквально следующее: в решении о выпуске в таком случае должно содержаться «указание о том, что ответ о принятии предложения (акцепт) направляется лицам, определяемым эмитентом по его усмотрению из числа лиц, сделавших предложения» (подпункт «в» пункта 6.2.1).

Относительно двух названных способов заключения договоров Стандарты закрепляют альтернативный подход и предусматривают обязанность в решении о выпуске ценных бумаг указывать либо один, либо второй способ. Данный подход в Стандартах закрепляется путем указания на то, что при размещении ценных бумаг на торгах решение о выпуске ценных бумаг вместо сведений, предусмотренных для порядка заключения договоров путем приглашения делать предложения (оферты), может содержать наименование организатора торговли на рынке ценных бумаг, а также указание на то, что такие торги проводятся в соответствии с правилами организатора торговли на рынке ценных бумаг (абзац 7 пункта 6.2.1).

Таким образом, Стандарты предусматривают, что при размещении ценных бумаг по открытой подписке могут использоваться два порядка заключения договоров, при этом применяться эти порядки могут только альтернативно, и возможность для одновременного их использования не предусмотрена. С этой точки зрения решение о выпуске облигаций «Еврокоммерц» не противоречит Стандартам, поскольку предусматривает заключение договора только у организатора торговли ценными бумагами (пункт 8.4 Решения о выпуске). Комбинирование методов продажи ценных бумаг имеет большую практическую ценность, и в будущем целесообразно внести в Стандарты изменения, который позволят для разных траншей размещаемых ценных бумаг применять разные методы продажи одновременно.

РАЗМЕЩЕНИЕ ЧЕРЕЗ ОРГАНИЗАТОРА ТОРГОВЛИ

Стандарты говорят о том, что в решении о выпуске ценных бумаг может содержаться указание о том, что размещение ценных бумаг будет осуществлено через организатора торговли ценными бумагами по его правилам, которые зарегистрированы в установленном порядке федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (абзац 7 пункта 6.2.1).

Действующими в настоящее время правилами осуществления торговли предусматривается возможность размещения облигаций, в том числе:

- в форме проведения конкурса по определению ставки купона на первый купонный период;
- путем сбора адресных заявок со стороны покупателей на приобретение облигаций по фиксированной цене.

Наличие в правилах организатора торговли технологии сбора заявок от инвесторов, в результате которого формируется сводный реестр заявок, а также возможность заключения сделок с инвесторами в режиме переговорных сделок (РПС) позволяют при продаже через организатора торговли использовать идею книжного метода продажи ценных бумаг. В решении о выпуске облигаций «Еврокоммерц» завершено воспроизведение книжного

метода путем указания на свободу эмитента определять параметры размещения (она предусмотрена подпунктом В пункта 6.2.1 Стандартов). В решении о выпуске облигаций «Еврокоммерц» говорится следующее:

«На основании анализа Сводного реестра заявок Эмитент определяет приобретателей, которым он намеревается продать Облигации, а также количество Облигаций, которые он намеревается продать данным приобретателям, и передает данную информацию Андеррайтеру».

Видно, что таким образом были собраны в одном документе и прямо в нем отражены три основные компонента книжного метода: формирование книги, свобода размещения и адресная продажа. Все эти атрибуты основаны на положениях Стандартов и действующих правилах организаторов торговли, потому сомнений относительно правомерности книжной продажи ценных бумаг через организатора торговли не возникает.

Таким образом, в настоящее время книжный метод продажи ценных бумаг может использовать как при размещении через организатора торговли, так и без его участия (см. ниже Схему).

ОТКРЫТАЯ ПОДПИСКА

ПРИГЛАШЕНИЕ ДЕЛАТЬ ОФЕРТЫ И ФОРМИРОВАНИЕ СПЕЦИАЛЬНОГО ЖУРНАЛА ЗАЯВОК	РАЗМЕЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ ЧЕРЕЗ ОРГАНИЗАТОРА ТОРГОВЛИ
ФОРМИРОВАНИЕ СВОДНОГО РЕЕСТРА ЗАЯВОК И СВОБОДА ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ	ПРОВЕДЕНИЕ КОНКУРСА МЕЖДУ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМИ ИНВЕСТОРАМИ

ПРЕИМУЩЕСТВО ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Согласно Закону о РЦБ, запрещается при публичном размещении или обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг закладывать преимущество при приобретении ценных бумаг одним потенциальным владельцам перед другими (статья 24). Приведенная норма ставит вопрос о законности книжного метода продажи ценных бумаг, который основан на свободе эмитента (андеррайтера) определять параметры размещения ценных бумаг.

Поиск аналогичной нормы в зарубежном законодательстве ничего не дал: такого правила нигде нет. Для отсутствия такого запрета есть вполне понятные причины, дело в том, что при любом методе размещения ценных бумаг закладываются преимущества одних потенциальных владельцев перед другими:

- при фиксированном методе — преимущество получает потенциальный инвестор, который подаст заявку на покупку ценных бумаг раньше (преимущество получает первый по времени);
- при аукционном методе — преимущество получает тот потенциальный инвестор, который предложит выше цену (или сделает предложение в пределах цены отсечения).

Отличие книжного метода здесь состоит только в объеме факторов, которые служат основанием для предпочтения одного инвестора в пользу другого. Свобода усмотрения эмитента при книжном методе позволяет ему учитывать не только цену и количество размещаемых ценных бумаг, но и планы инвестора относительно ценных бумаг (спекуляция или продолжительное владение) и многое другое. В этом смысле более правильным следует признать положение Гражданского кодекса, который предусматривает для акций, что открытое акционерное общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и их свободную продажу на условиях, устанавливаемых законом и иными правовыми актами (статья 97).

По смыслу законодательства о ценных бумаг запрет Закона о РЦБ закладывать преимущества одних инвесторов перед другими должен пониматься как означающий запрет закладывать необоснованные и несправедливые преимущества. И для такого истолкования можно найти примеры из международного опыта. Действительно, по этому поводу есть судебные дела, где оспаривалось размещение с предоставлением несправедливых преимуществ. Например, когда продавались акции знакомым и родственникам по цене в десятки раз ниже той цены, по которой ценные бумаги размещались инвесторам на рынке ценных бумаг. Здесь заведомо создается неравное положение покупателей ценных бумаг, кроме того, рыночные инвесторы терпят убытки в размере непоступивших денежных средств при эмиссии акций.

Запрет о предоставлении преимуществ при приобретении ценных бумаг может быть также истолкован как запрет на ограничение участия в размещении ценных бумаг. Например, потенциальным инвесторам запрещается подавать заявки или делать предложения о покупке ценных бумаг. Должен действовать так называемый принцип демократии, когда инвесторы в равной мере должны иметь возможность конкурировать за приобретение ценных бумаг, хотя факт «победы» (покупки) уже зависит от сделанного предложения и (или) выбора эмитента (андеррайтера). Оба описанных выше случая книжного метода продажи ценных бумаг не устанавливают для потенциальных владельцев ценных бумаг никаких ограничений на подачу заявки (предложения), потому не противоречат статье 24 Закона об РЦБ.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Стратегия развития российского фондового рынка предполагает строительство мирового центра финансового рынка, что предполагает создание развитого регулирования порядка продажи ценных бумаг. Мы живем в эпоху книжного метода продажи, поэтому для него должно быть создано ясное и понятное регулирование, причем как на уровне Стандартов, так и на уровне правил организаторов торговли ценными бумагами.