Юлия МОГИЛЕНКО,
директор центра
обслуживания эмитентов,
АО «Реестр»

«Не надо использовать много инструментов, надо использовать оптимальные»

В интервью Cbonds Юлия Могиленко, директор центра обслуживания эмитентов АО «Реестр», рассказала, как изменился за последнее время рынок регистраторов, какие появились интересные инструменты для управления капиталом и как их эффективно использовать.

— Ваша компания является одним из крупнейших российских регистраторов, и на рынке ценных бумаг вы представлены более 30 лет. С высоты этого огромного и уникального опыта как, на ваш взгляд, изменилась отрасль? Многие видят в регистраторах достаточно консервативный институт — справедливо ли это?

— У этой медали две стороны. Рынок регистраторов развивался в стране параллельно с рынком ценных бумаг, мы прошли этот путь вместе. На самом деле, отношение к регистраторам как к надежному, консервативному инфраструктурному элементу справедливо. Но поскольку мы тесно связаны с бизнесом, с такой организационно-правовой формой его ведения, как акционерные общества, то мы не исключены и из этого поля и накопили за 30 лет уникальный опыт.

Мы сохраняем инфраструктурную надежность, гигиеническую правовую чистоту и при этом гибкость. Через нас за 30 лет прошли уже более 13 тысяч клиентов — начиная от маленьких стартапов с одним акционером до крупных публичных компаний, ценные бумаги которых торгуются на бирже. Это разнообразие клиентов, их сделок и их корпоративных действий

позволяет аккумулировать знания и лучшие практики и делиться ими с другими участниками рынка.

При этом практически все регистраторы, которых на моей памяти осталось три десятка из четырех сотен (а это, согласитесь, результат жесткого отбора), умеют это делать, умеют транслировать свой собранный опыт клиентам.

— Если говорить более конкретно, какие за последнее время появились, на ваш взгляд, интересные инструменты для управления капиталом? Какие из них наиболее перспективны с учетом запросов клиентов?

— С учетом того, что регистраторская отрасль получила вотум доверия и от законодателя, и от регулятора, то мы достаточно щепетильны в отношении соблюдения законодательства. Последние его изменения позволяют нам предлагать набор интересных инструментов. Самый яркий, который появился в обойме, — это условное депонирование (эскроу). Этот институт появился в Гражданском кодексе в 2018 году, а год спустя мы начали его активно осваивать. Мы одни из первых увидели его применимость для структурирования сделок с акциями. И рынок, наконец, получил инструмент, которого ждал и долго заменял субститутами.

— То есть надежность, когда одна и другая сторона уверены, что останутся при своем?

— Да! И получат тот пакет акций, в отношении которого они совершали сделку. И на тех условиях, на которых стороны об этом договорились. Применимость инструмента имеет очень широкий спектр — это и обеспечение поставок против платежа в сделках по приобретению пакетов акций, это возможность структурировать корпоративные отношения между владельцами компании и менеджментом, в том числе через опционные договоры. И как раз условное депонирование позволяет обеспечить исполнение обязательств по таким договорам.

Что касается управления капиталом, то законодатель делегировал нам функцию регистрации выпусков акций при учреждении акционерных обществ. Это сделало процесс очень простым для людей, которые хотят начать вести бизнес в форме АО. Процесс занимает 5–6 рабочих дней без обращения самого лица в регистрирующие органы — это делает регистратор, а также консультирует по неочевидным и сложным моментам. Например, связанным с включением в реестр субъектов малого и среднего предпринимательства.

Автоматическое включение в реестр для МСП происходит только при условии, что это АО с единственным акционером. При этом надо четко смотреть и учитывать, какие цели у компании, планирует ли она пользоваться теми льготами, которые предоставляются.

— Сейчас можно зарегистрировать акционерное общество за 5 дней. А в чем преимущество АО как организационно-правовой формы для бизнеса? Видите ли вы желание выходить за рамки ООО со стороны самих предпринимателей и какие нюансы здесь нужно учитывать?

— Долгое время ООО были самой востребованной формой, и пока этот тренд остается. ООО создается неизмеримо больше, чем АО. Мы видим небольшой перелом и обратный отток из формы ООО в акционерные общества — общества с ограниченной ответственностью делают реорганизацию. Это связано, в первую очередь, с вопросом конфиденциальности сведений о владельцах компаний. Ведь с учетом всех санкционных рисков сведения об участниках должны быть внесены в единый государственный реестр юридических лиц, а он открыт для общего доступа. Если в АО больше одного акционера, то сведения об акционерах в ЕГРЮЛ отсутствуют. Получить информацию может только либо сама компания (и то только для выполнения обязанностей, предусмотренных федеральными законами), либо акционер, владеющий более чем 1% голосующих акций (а временно этот порог увеличен до 5%). Информацию также могут получить суды и госорганы в рамках выполнения своих функций. Но широкому неограниченному кругу лиц эта информация недоступна. Поэтому конфиденциальность — это одно из преимуществ акционерного общества.

Кроме того, акции сами по себе — очень гибкий актив. Переход этого актива происходит намного проще, чем внесение записи в ЕГРЮЛ в отношении долей ООО, не требует участия нотариуса. Спектр инструментов, применимых к акциям, тоже шире, чем инструментов обращения с долями в ООО. Так что для тех компаний, которые активно нацелены на привлечение инвестиций, на расширение количества своих акционеров, на проявление гибкости, на нестандартную настройку корпоративных отношений, форма АО более приемлема.

— Действующее законодательство позволяет АО предусмотреть в своем уставе несколько типов привилегированных акций: будь то с преимуществом очередности выплаты дивидендов или префы с особыми правами. Выбор инструментария зачастую нетривиальная вещь. Можете привести примеры, когда то или иное решение подходит идеально, а другое, наоборот, не подходит?

— Закон об АО и законодательство в целом позволяют реализовать любое желание акционеров в непубличных акционерных обществах. Все-таки публичные АО более жестко зарегламентированы, поскольку связаны с привлечением инвестиций с широкого рынка. А в непубличных практически любую «фантазию» можно упаковать в инструменты рынка ценных бумаг. Например, привилегированные акции — это очень удобный инструмент. Его можно настроить, и он будет замещать собой те договоренности, которые сторонам можно предусмотреть в корпоративном договоре. И еще одна важная мысль: любой договор можно нарушить, а осуществление прав по ценным бумагам — оно безусловно. Пункт 6 статьи 32 закона об АО позволяет выпустить привилегированные акции с особыми правами. А значит, мы можем предусмотреть иные права вместо или помимо стандартных прав, главным из которых является право на получение дивидендов.

Возьмем, например, компанию, занимающуюся IT-разработками: инвесторы, которые вкладываются в нее, не хотят участвовать в операционной деятельности. Они хотят получать прибыль. Но при этом для них важно, чтобы эта интеллектуальная собственность оставалась в контуре компании. Можно предусмотреть, что в случае, если компания надумает отчуждать нематериальные активы, то у таких привилегированных акций появится право голоса. Они будут участвовать в одобрении крупной сделки по реализации этого актива, поскольку он составляет суть бизнеса компании.

Главное — не злоупотреблять этим инструментом. Слишком сложные настройки усложняют жизнь прежде всего самим участникам. То же самое касается привилегированных акций с преимуществом в очередности выплаты дивидендов. Это очень удобный инструмент для случаев, когда вновь

привлекаемые инвесторы или изначально существующие не хотят принимать участие в управлении компанией, видя в этом определенные риски. Они хотят дивиденды. Удобный инструмент. Но нужно понимать, что в дальнейшем эти акции нельзя конвертировать, нельзя изменить по ним права.

— Вы сказали о двух важных направлениях вашего бизнеса — обеспечение обязательств в сделках и настройка корпоративных отношений между учредителями, инвесторами и менеджментом. Расскажите, чем АО «Реестр» в этом смысле может быть полезным бизнесу?

— Мы уже упомянули условное депонирование (эскроу). Раньше обращались к регистратору только на последнем этапе закрытия сделки. Приходили только с распоряжением на списание ценных бумаг на счет приобретателя. Теперь же мы можем в самом начале помогать другим консалтинговым компаниям, акционерам, которые вдруг решили продать свой бизнес и структурировать отношения таким образом, чтобы стороны выполнили свои обязательства. Одна сторона получила акции при условии оплаты, а вторая — свои деньги.

Как строится сам процесс: регистратор, выступая эскроу-агентом, обременяет ценные бумаги на счете лица, которое их отчуждает (например, до выполнения условий оплаты). Регистратор может обеспечить взаимный эскроу и в отношении денежных средств, и в отношении ценных бумаг. Таким образом, получив деньги в оплату акций на номинальный счет, регистратор одновременно списывает деньги продавцу и ценные бумаги покупателю. Здесь исполнение обязательств гарантировано регистратором — профессиональным лицензированным участником рынка ценных бумаг, и главное — не имеющим конфликта интересов ни с одной из сторон сделки.

Такой инструмент применим также для обеспечения исполнения обязательств по опционам на акции — это примерно половина случаев обращений к регистратору за услугой условного депонирования. Рассмотрим исполнение обязательств по корпоративным договорам, которые обеспечиваются через опцион: сторона, участвующая в компании, имеет миноритарный пакет, но при этом хочет сохранять операционный контроль над компанией путем выдвижения кандидатуры своего генерального директора и хочет иметь гарантию, что он будет избран. Это можно обеспечить путем закрепления обязанности мажоритарного акционера голосовать за кандидатуру на уровне корпоративного договора. Но как заставить договор работать, если, к примеру, лицо будет уклоняться голосовать так, как договорились? В практике сложился уже тренд на обеспечение такого обязательства путем предоставления штрафного опциона на приобретение ценных бумаг мажоритарного акционера. Если он голосует не так, как прописано в договоре, то акции будут списаны в пользу лица, права которого нарушены. И чтобы списание произошло автоматически, может быть использован договор эскроу. Ценные бумаги на счете лица будут заблокированы, он не сможет реализовать их третьему лицу в период действия корпоративного договора.

— На вашем сайте предлагается такая интересная услуга, как быстрая докапитализация компании через Инвестплатформу. Звучит заманчиво. Как это работает на практике?

— Это один из относительно новых инструментов. Регистраторы имеют право быть операторами инвестиционных платформ, что свидетельствует о доверии и регулятора, и рынка в целом. Многие регистраторы такой возможностью уже воспользовались.

Инвестиционная платформа изначально предназначена для краудинвестинга, для того чтобы обычные люди имели возможность инвестировать свободные средства в инструменты рынка ценных бумаг небольших частных компаний, в те компании, которые еще не доросли до листинга на бирже, но являются проектами, на которых можно заработать среднестатистическому гражданину. Регистраторы также параллельно получили законодательную возможность регистрировать выпуски ценных бумаг, размещаемых по закрытой подписке на инвестиционных платформах. Здесь тоже не нужно обращаться в ЦБ, платить госпошлину. Регистратор самостоятельно зарегистрирует выпуск и предоставит инвестплатформу для заключения сделок по приобретению таких акций в электронном виде.

Инвестор, желающий приобрести такие акции, заходит на платформу, получает предложение, перечисляет деньги на номинальный счет. Набрали необходимую минимальную сумму от инвесторов — эмиссия состоялась, деньги с номинального счета списываются в пользу эмитента, а ценные бумаги размещаются инвестором. У регистраторов достаточно развиты электронные сервисы, личные кабинеты инвестора, акционера, эмитента — практически все процессы можно сделать дистанционно. Этот механизм применим не только для краудинвестинга, но и для утилитарных целей внутри компании или группы компаний:

Закон об АО и законодательство в целом позволяют реализовать любое желание акционеров в непубличных акционерных обществах

можно оперативно увеличить уставный капитал, докапитализировать компанию путем размещения на инвестплатформе дополнительных акций.

— Вы много и интересно рассказали про инструмент эскроу. А чем он отличается от залога и аккредитива?

— Когда речь идет об аккредитиве, то мы говорим только о деньгах и только о банке. Это исключительно банковский инструмент, он может обеспечить платеж. При заключении договора в сделке участвуют только плательщик и банк, а лицо, которое получает средства, никак не участвует в договорном процессе.

Аккредитив также может быть отзывным, и тогда плательщик может в любое время забрать деньги. Эскроу распространяется не только на деньги, но и на любые бездокументарные ценные бумаги, на любые вещи, то есть он применим к любому объекту, который мы хотим купить или продать. При этом участниками договора являются три стороны: покупатель, продавец и эскроу-агент. Банк, например, проверяет только документы, которые подает лицо, чтобы открыть аккредитив, но не может проверить фактическое наступление обстоятельств. Если мы говорим о договоре условного депонирования, то эскроу-агенту (регистратору) можно доверить проверку наступления фактических обстоятельств.

В ранее приведенном примере, когда мы обеспечиваем исполнение обязательств по корпоративному договору голосовать определенным образом по каким-то вопросам, регистратор, одновременно выполняя функции счетной комиссии (возможность выполнения такой функции регистратором тоже закреплена законодательно), видит наступление фактических обстоятельств, подводит итоги голосования, проверяет, действительно ли лицо нарушило свои обязательства. Проверив наступление фактических обстоятельств и получив соответствующие документы, регистратор исполнит обязательство по списанию ценных бумаг для реализации штрафного опциона.

Что касается залога, то этот инструмент использовался в сделках с ценными бумагами, когда ничего другого просто не было. Здесь мы опять говорим больше про денежные средства, про возможность получить денежное возмещение от реализации предмета залога и его стоимости — это то, для чего изначально предназначен залог.

Когда мы говорим о сделках с ценными бумагами, то нам нужен сам предмет, непосредственно акции, а не возмещение денег от его продажи. Для этого правовая наука и рынок приспособили инструмент залога, применяя внесудебное взыскание на предмет залога и оставление предмета залога за собой. Но этот инструмент применим только в предпринимательских отношениях и не применим в отношении физических лиц без предпринимательского статуса, то есть имеются ограничения для его применения. Эскроу в этом смысле более гибкий, в нем нет ограничений по субъектному составу, и стороны могут быть уверены, что при наступлении тех обстоятельств, которые стороны согласовали, мы можем без распоряжения лица осуществить соответствующую операцию в реестре.

— Конвертируемый заем: в чем его преимущества и недостатки?

— Это одно из нововведений. Многострадальный законопроект, который реализовался в том числе в нормы закона об акционерных обществах о конвертируемом займе. На самом деле случаи применения в АО этого инструмента — пока редкость, экзотика. Это обусловлено особенностями функционирования рынка ценных бумаг. Не всегда те ограничения, которые существуют для выпуска акций, применимы к договору конвертируемого займа.

Приведу пример, как НЕ надо делать: у нас в практике был договор конвертируемого займа, один из триггеров которого — требование о конвертации займа в акции может быть направлено заемщику в случае, если компания по истечении определенного срока размещает ценные бумаги новому крупному инвестору. Но особенности законодательства таковы, что нельзя размещать следующий выпуск бумаг, не завершив предыдущий. То есть не закрыв эмиссию по договору конвертируемого займа, невозможно сделать выпуск аналогичных ценных бумаг для другого инвестора.

При выпуске под договор конвертируемого займа срок размещения может быть больше, чем указано в законе (стандартно этот срок составляет один год с возможностью его продления, но не более чем до 3 лет), но он должен быть четко определен. Закон говорит, что в случае неразмещения займодавцу акций во исполнение договора конвертируемого займа (а такое может произойти, когда заемщик направляет регистратору возражения в отношении размещения акций) такой инвестор может пойти в суд и требовать передачи ценных бумаг в конвертацию займа. Здесь важно понять, хватит ли ему срока размещения по эмиссионным документам, чтобы успеть прийти со вступившим в законную силу решением суда к регистратору. К этому времени срок размещения может уже давно закончиться. Такие неочевидные, на первый взгляд, недостатки делают этот инструмент менее востребованным, потому что он получился достаточно сложным.

— В последнее время часто говорят об облигациях с учетом прав в реестре. Это про обязанности или все-таки больше про возможности?

— Исключительно про возможности. Этот инструмент был востребован на заре рынка ценных бумаг. Сейчас к нему тоже проявляют интерес, поскольку рынок ищет инструменты для структурирования отношений, например, внутри группы компаний, чтобы управлять долгом внутри этой группы, чтобы иметь инструмент перетекания средств. Это дешевле по сравнению с выпуском биржевых или коммерческих облигаций. Если это простые задачи и небольшое количество инвесторов (хотя ограничений нет, может быть открытая/закрытая подписка), то это недорогой интересный инструмент.

— Исходя из нашего разговора становится понятно, что в российской юрисдикции можно работать эффективно, используя инструменты рынка ценных бумаг в целом и опыт регистратора в частности.

— Вы правы. Наша юрисдикция — это про «не было бы счастья, да несчастье помогло». На нее стали обращать внимание, стали опираться. Меня, думаю, подержат коллеги в мысли, что есть очень интересные инструменты, есть инструменты защиты, инструменты структурирования любых отношений, как при продаже компаний, в сделках M&A, так и при управлении капиталом. Главное — понимать, какой инструмент к какой ситуации подходит, знать их особенности и применять только в благих целях. Это как топор: можно построить крепкий дом, а можно старушку-процентщицу и сестру ее Лизавету по темечку ударить. Мы — за «строительство домов!»