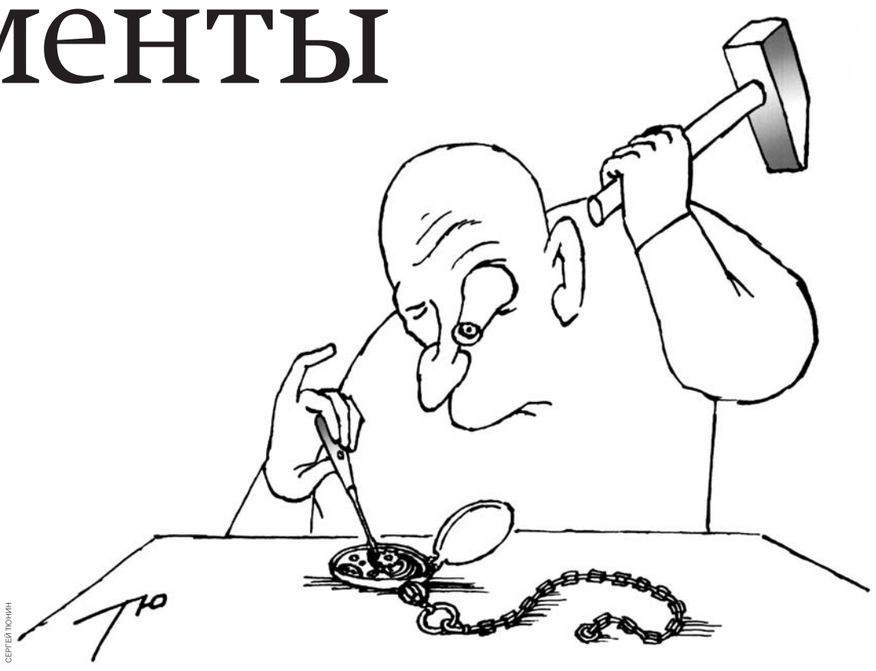
Спорные моменты

dura lex

В декабре правительство и Госдума ожидают лавину законопроектов, призванных в корне изменить российское корпоративное законодательство. Подготовку проектов завершает сейчас рабочая группа Минэкономразвития, а часть из них парламентарии уже рассматривают. С последствиями же прошлогоднего «жилищного пакета» пытается справиться ФСФР, разработавшая недавно положения по ипотечным ценным бумагам. Разобраться в новых проектах исполнительной и законодательной властей попыталась юридический обозреватель «„Ъ“-Брокера» **Ольга Плешанова.**


СЕРГЕЙ ЮНИН

Евростандарт поглощений

В декабре Госдума планирует рассмотреть во втором чтении изменения в **закон «Об акционерных обществах»,** принятые в первом чтении 1 июля. Проект регулирует приобретение крупных пакетов (более 30%) акций ОАО и порядок вытеснения миноритарных акционеров лицом, имеющим свыше 95% акций компании. Это уже вторая попытка избавить крупных акционеров от миноритариев, часто используемых в корпоративных конфликтах. Первая была сделана год назад, когда в первом чтении был принят другой проект поправок в закон об АО, разрешавший вытеснять миноритариев владельцам 90% плюс одной обыкновенной акции. При этом разработчики законопроекта ссылались на директиву Европейского союза 2004/25/ЕС от 21 апреля 2004 года, касающуюся поглощений и предложения цены (для России она необязательна).

Прошлогодний проект обернулся скандалом и был похоронен. Он откровенно нарушал права миноритариев, позволяя скупать у них акции по дешевке, и не имел даже отдаленного сходства с упомянутой директивой ЕС. В последней речь шла не столько о выдавливании миноритариев (это был частный вопрос), сколько о принципах корпоративных поглощений, порядке скупки акций, определении их цены, защите миноритариев, раскрытии информации и госконтроле. Правила касались акций, обращающихся на организованных торговых площадках, что позволяло сделать поглощения публичными, а ценообразование — прозрачным. В России на фондовых биржах обращается лишь небольшое количество акций, поэтому полной публичности и прозрачности поглощений у нас достичь нельзя. Тем не менее в остальном нынешний законопроект максимально приблизился к директиве ЕС.

Нынешний проект добавляет в закон об АО специальную главу. В ней детально описан порядок покупки 30-процентного пакета акций, влекущий обязанность скупщика предложить акционерам продать ему остальные акции. Таким образом, покупатель 30-процентного пакета должен быть готов в короткий срок купить все 100% акций ОАО, обеспечив платеж банковской гарантией. При этом сам покупатель, чей пакет превышает 95% акций, получает право увеличить его до 100%, принудив миноритариев к продаже акций. Законопроект определяет также порядок внесения конкурирующего предложения о скупке акций, поведение менеджмента АО, ценообразование, раскрытие информации и госконтроль. Например, юридическое лицо, пожелавшее скупить акции, обязано раскрыть своих акционеров, имеющих свыше 20% голосов на собрании, а также всех акционеров с 5% голосов, если они зарегистрированы в офшорных зонах. Кроме того, прежде чем скупать акции, необходимо уведомить об этом Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР), которая, в частности, проверит, не было ли манипулирования ценами на акции.

Акции, торгуемые на бирже, могут скупаться по цене, которая не ниже их средневзвешенной цены за полгода до подачи в ФСФР уведомления о приобретении крупного пакета. Бумаги, не торгуемые на бирже, оценивать будет оценщик, при этом цена не может быть ниже наибольшей цены, по которой скупщики приобретали эти акции ранее.

Разработчики проекта одновременно вносят поправки и в **статью 30 закона «О рынке ценных бумаг»,** предусматривая раскрытие информации о скупке крупных пакетов акций. Однако эта статья попрежнему не будет требовать от эмитента раскрывать информацию о держателе реестра акционеров. Напомним, что этот пробел позволил ОАО «Тольяттиазот» сделать эти сведения коммерческой тайной (см. «„Ъ“-Брокер» от 6 октября). Спор с ФСФР в арбитражном суде компания проиграла, однако отсутствие в законе прямого указания на раскрытие информации не гарантирует от повторения подобных историй. Поэтому нынешние поправки, очевидно, не смогут ограничить все известные способы ведения корпоративных конфликтов.

Срок для сутяг

Другой проект поправок в **статью 68 закона «Об акционерных обществах»,** недавно внесенный в Госдуму, ограничивает возможности миноритариев по борьбе с менеджментом компаний. Сейчас порядок судебного обжалования акционерами решений совета директоров в законе четко не определен. Пробелы в законе отчасти восполняет постановление пленума Высшего арбитражного суда № 19 от 18 ноября 2003 года. Оно разрешает акционеру обжаловать любое решение совета директоров при условии, что оно нарушает не только законодательство, но и права самого акционера. При этом действует общий трехлетний срок исковой давности, исчисляемый не с момента принятия спорного решения, а с момента, когда о нем узнал или должен был узнать акционер. Это значит, что компания рискует быть втянутой в судебное разбирательство даже через много лет после того, как совет директоров принял какое-то решение.

Предлагаемая поправка закрепляет в законе судебную практику и сокращает срок для обжалования решений до трех месяцев. Порядок исчисления срока при этом не меняется. У защитников миноритариев появился повод говорить об ущемлении прав, тогда как защитники менеджмента сочли поправку недостаточно жесткой. По их мнению, трехмесячный срок для обращения в суд должен исчисляться не с момента, когда акционер узнал или должен был узнать о решении совета директоров, а с момента принятия такого решения. Кроме того, критике подвергается право обжаловать любые решения совета директоров, в том числе о созыве собрания акционеров, об одобрении крупной сделки или сделки с заинтересованностью.

Реорганизация и IPO

Еще два проекта поправок в **закон «Об акционерных обществах»** выносятся на второе чтение. Один подробно определяет процесс реорганизации и ликвидации акционерных обществ, в частности сделки слияния и поглощения. Сейчас в законе есть лишь общие положения, которые на практике применяются редко. Слияния и поглощения происходят, как правило, путем скупки акций, тем более что купить их можно по невысокой цене. Проект тем не менее весьма актуален, поскольку ситуация на рынке может существенно измениться и возможностей скупать акции по дешевке станет заметно меньше.

Повышению прозрачности компаний и определению реальной цены их акций будут способствовать не только поправки, касающиеся покупки крупных пакетов, но и другие поправки в акционерное законодательство, упрощающие выход на IPO. Этот проект решает главным образом проблему ценообразования. Выход на IPO призван расширить круг акционеров, при этом цена акций определяется только в процессе выхода на рынок, фактически после размещения. Сейчас серьезным препятствием для IPO стало преимущественное право покупки акций, которое есть у акционеров компаний. Прежде чем выходить с акциями на рынок, их надо предложить действующим акционерам по цене продажи, которую необходимо знать заранее, после чего выждать 45 дней. Проект сокращает этот срок до 20 дней и меняет правила ценообразования. Теперь при покупке акций действующими акционерами можно будет учесть цену, определившуюся в ходе IPO. Упрощается также отчетность об итогах размещения акций.

Суд о двух концах

Инвестиционную привлекательность российских акций может повысить решение арбитражного суда Москвы от 14 ноября, защитившее имущественные права акционера. Суд обязал Газпромбанк, депозитарий ОАО «Газпром», возместить владельцу 8,4 тыс. акций «Газпрома» и 1,2 млн руб. убытков, причиненных хищением ценных бумаг со счета в депозитарии. Хищение произошло в Твери еще в 1995 году, однако рассмотрение уголовного дела в отношении виновных завершилось лишь недавно. Поскольку восстановить бездокументарные акции на счете невозможно, арбитражный суд взыскал с депозитария убытки — реальный ущерб и упущенную выгоду. При расчете учитывалась средневзвешенная цена акций и дивиденды в период с 1995 по 2004 год. Это одно из первых в России решений арбитражного суда по спорам между акционером и депозитарием.

Другое арбитражное дело, правда, может существенно осложнить акционерам жизнь. 7 ноября арбитражный суд Московской области удовлетворил иск Агентства по страхованию вкладов о взыскании с акционеров (юридических лиц) обанкротившегося РФГ-банка 23,5 млн руб. Именно этой суммы недостает для удовлетворения требований кредиторов РФГ-банка. Суд сослался на общую норму пункта 3 статьи 56 Гражданского кодекса (ГК), по которой субсидиарная ответственность по долгам компании-банкрота может быть возложена в том числе на ее акционеров, если они могли влиять на деятельность компании и довели ее до банкротства. Суд при этом не пояснил, как именно акционеры РФГ-банка довели его до банкротства. Если вышестоящие инстанции поддержат это решение, то взыскивать деньги можно будет с акционеров любых обанкротившихся организаций, поскольку статья ГК касается не только банков.

Безденежное покрытие

Недавно Федеральная служба по финансовым рынкам подготовила и направила в Минюст на регистрацию несколько положений, касающихся ипотечных ценных бумаг. Это, в частности, положение о деятельности спецдепозитария ипотечного покрытия (ИП), правила ведения ИП и порядок определения его размера. Документы детально определяют порядок работы с ИП, позволяя начать выпуск облигаций с ипотечным покрытием и ипотечных сертификатов участия (ИСУ). Положения предусматривают, что учет и хранение имущества, составляющего ИП, будет вести спецдепозитарий. Он же обязан будет ежедневно контролировать соблюдение требований к ИП, включая его размер.

Но принципиальные проблемы, вытекающие из законов об ипотеке и об ипотечных ценных бумагах, остались нерешенными. По закону в ИП должны входить деньги, уплачиваемые заемщиками в погашение кредитов (сумма требований, обеспеченных ипотекой и включенных в состав ИП, при этом снижается). Однако до сих пор не решен вопрос о спецсчетах, на которых эти деньги должны учитываться. «Пока действующее законодательство не предусматривает особых счетов со спецрежимом, поэтому учет денежных средств осуществляется на обычном уровне,— пояснил «„Ъ“-Брокеру» замначальника управления регулирования выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг ФСФР Павел Филимошин.— Это может создавать определенные проблемы для контроля за расходованием средств». ФСФР в этой ситуации поступила аккуратно: спецдепозитарий, который ведет реестр ИП, проверяет только факт зачисления денег на банковский счет эмитента облигаций либо управляющей компании. В реестре ИП указывается только банк, в котором этот счет находится, но не реквизиты счета. О ежедневном контроле спецдепозитарием движения денег речь не идет, что создает проблемы с определением реального размера ИП (он, согласно положению, определяется на основе сведений, содержащихся в реестре ИП).

А чтобы избежать сложностей с деньгами, ФСФР сделала их включение в ИП вообще необязательным. «Обязательным является поддержание ИП облигаций на уровне, обеспечивающем полноту и своевременность исполнения обязательств по ним,— прокомментировал Павел Филимошин.— Эмитент сам определяет способы, обеспечивающие полноту и своевременность ИП облигаций».

Другая проблема связана с реквизитами закладной, удостоверяющей требования, которые включаются в ИП. Закон об ипотеке требует, чтобы на закладной указывался ее законный владелец, которому принадлежат все права по этой бумаге. Если права по закладной передаются, то на ней делается передаточная надпись, в которой указывается новый владелец. В правилах ФСФР тоже сказано, что на закладной, удостоверяющей требование, вносимое в реестр ИП, должна быть отметка о том, что владелец закладной — эмитент ипотечных облигаций. В случае с эмитентом, которому принадлежат все права по закладной, проблем не возникает.

Закладная, однако, может включаться в ИП, находящееся в доверительном управлении. В этом случае все права принадлежат инвесторам— владельцам ИСУ, которыми удостоверяется их доля в праве собственности на ИП. Таким образом, законными владельцами закладной должны выступать сами владельцы ИСУ, а не управляющая компания, которая при этом будет действовать от их имени. В законе эта проблема, естественно, не решена, а правила ФСФР говорят, что владельцем закладной должно значиться «лицо, которое вносит требование, удостоверенное закладной, в состав ИП» (очевидно, что речь идет об управляющей компании). Разъяснить эту ситуацию в ФСФР не смогли. Между тем если на закладной не будет указан ее законный владелец (в данном случае — владельцы ИСУ), то она рискует вообще перестать быть ценной бумагой. Во всяком случае, предъявить такую закладную к исполнению будет крайне проблематично.

На фоне такого количества нерешенных проблем ФСФР решилась закрепить в своих положениях порядок включения ИСУ в состав другого ИП, в том числе формулы для определения стоимости ИСУ (по закону они не имеют номинала). ФСФР допускает, чтобы ИСУ включались не только в состав ИП, обеспечивающего выпуск облигаций, но и в состав ИП, права на которое удостоверяются другими ИСУ. Это по меньшей мере смело. Однако по мнению Павла Филимошина, это позволит «диверсифицировать риски, лежащие на ИП, и иметь в его составе надежный и ликвидный финансовый инструмент».

Новые финансовые инструменты

18 ноября Госдума приняла во втором чтении изменения в **закон «О рынке ценных бумаг»,** которым вводятся новые виды облигаций. Это облигации с правом досрочного погашения, облигации, отличающиеся повышенными рисками, а также облигации с возможностью погашения не деньгами, а имущественным эквивалентом. Облигации с правом досрочного погашения предполагают доходность, пропорциональную истекшему сроку. Исполнение по облигациям, отличающимся повышенным риском, ставится в зависимость от рыночной конъюнктуры биржевых товаров, публично обращающихся ценных бумаг либо погашения кредита заемщиками эмитента. Все условия определяются в решении о выпуске таких облигаций, которые, заметим, предназначены только для кредитных организаций и профучастников рынка ценных бумаг.

Другой проект поправок в этот же закон, подготовленный ФСФР, в Госдуму пока не внесен и находится на рассмотрении правительства. Речь идет о принципиально новом финансовом инструменте — российских депозитарных расписках (РДР), выпускаемых российскими депозитариями и удостоверяющих права их владельцев на акции или облигации иностранного эмитента. Выпускать РДР по идее должны российские депозитарии, проработавшие на рынке три года и отвечающие требованиям ФСФР к размеру капитала. Этот проект, возможно, привлечет на российский фондовый рынок тех иностранных эмитентов, активы которых в значительной степени состоят из акций или долей российских компаний. Важность этого проекта особенно возросла после провала идеи ФСФР запретить таким иностранным компаниям размещать свои акции за рубежом без разрешения ФСФР. Соответствующий законопроект, внесенный в Госдуму депутатами, 8 ноября был ими же отозван. Юристы из правового управления Госдумы дали заключение, что попытка распространить российский закон на деятельность иностранных компаний за рубежом противоречит международному праву — вдобавок исполнить такой закон невозможно.

Пари под судом

Недавно был сделан шаг навстречу срочному рынку, расширяющий возможности для банков и частных инвесторов, в том числе участвующих в общих фондах банковского управления (ОФБУ). Расчетные форвардные сделки, которые сейчас не пользуются судебной защитой, должны будут ее получить, что позволит решать споры более цивилизованно. С этой целью ФСФР совместно с ЦБ разработала проект изменений в **статью 1062 ГК,** которая сейчас лишает сделки-пари судебной защиты. Этот проект внес недавно в Госдуму депутат Анатолий Аксаков.

С необходимостью такого рода поправок согласны все, включая разработчиков ГК, однако проект вызывает множество вопросов. Его разработчики попытались определить признаки тех срочных сделок-пари, на которые распространится судебная защита, а также круг лиц, совершающих такие сделки. И получилось, что под описание сделок, содержащееся в проекте, можно подвести практически любое пари, заключаемое не только на финансовом рынке, но и, к примеру, на скачках. Ограничение, согласно которому одним из участников сделки должна быть кредитная организация либо профучастник рынка ценных бумаг, может не помочь, поскольку банк или брокерская контора теоретически могут совершить сделку не по профилю. Кроме того, проект декларирует ограничение ответственности граждан, прямо или косвенно участвующих в сделках-пари, «денежными средствами, переданными ими в обеспечение исполнения обязательств по таким сделкам». Речь идет, вероятно, о залоге денег, внесении их на специальный депозит либо выплате задатка. Однако если граждане участвуют, например, в ОФБУ, который вкладывает их деньги в производные финансовые инструменты, то не исключено, что для обеспечения обязательств гражданам придется вносить деньги дополнительно.

«Мы хотим идеологически разделить клиентов»

проект

(Окончание. Начало на стр. 25)

— А как же тогда регулировать надежность самого участника рынка. Выдал он, допустим, таких кредитов на $1 млрд?

— Поэтому и необходимо ввести нормативы, которые будут работать. Но чтобы их контролировать, сначала должна быть построена система ежедневного отчета профучастников и введен пруденциальный надзор. И мы сейчас как раз изучаем возможность введения такого контроля, даже привлекли западных консультантов. В принципе понятно, что нужно ограничивать объем кредитного портфеля, что подобные нормативы должны быть устроены по образцу банковских, но порядок и принципы внедрения данной системы требуют проработки.

— А клиенту не будет страшно, что пока нет этих нормативов, не произойдет следующее. Условно говоря, вчера я работал через компанию, которая выдавала кредиты с плечом 1:1, а сегодня она начала кредитовать с плечом 1:3 и ее надежность резко снизилась.

— Теоретически так может быть. На практике риски в этом плане еще выше, когда дают плечо 1:10. Вопрос на самом деле стоял иначе: не слишком ли мы осторожничаем, разрешая плечо не более чем 1:3? Но советовались и с консультантами, и с участниками рынка, с саморегулируемыми организациями, проанализировали наш надзорный опыт и пришли к выводу, что 1:3 — оптимальное ограничение, позволяющее рассчитывать, что брокер не разорится на данных операциях.

— Если смотреть с точки зрения клиента, чем отличается маржинальная торговля от работы на срочном рынке, какие соображения существуют в пользу выбора каждого из этих инструментов?

— Срочный рынок, конечно, сложнее, но дает больше возможностей. Это следующая ступень рынка после маржинальной торговли, там другой инструментарий. Он дает больше возможностей по использованию плеча, и в этом плане он, возможно, более рискован, но это рынок стандартных биржевых контрактов. Там есть правила, там есть система надзора не только со стороны регулятора, но и со стороны биржи. Есть гарантийный фонд, за счет которого можно погасить какие-то обязательства. То есть это более продвинутый рынок с точки зрения клиента.

— Получается странная ситуация. На маржинальном рынке, где плечо 1:3, вы разрешаете работать только квалифицированным инвесторам. А на срочный, где и плечи больше, и работать сложнее, может прийти любой желающий.

— Не совсем так. На срочном есть требования к расчетным фирмам, которые ведут торговлю через биржу. А фирмы уже работают с клиентами.

— Нет, я не о том. Вот я инвестор. Я решаю, куда мне пойти — на рынок маржинальной торговли или на срочный. Брокер со своей комиссией меня ждет на обоих. И я не понимаю, кто пойдет на таких условиях работать на маржинальный рынок, если есть более удобный хотя бы с точки зрения размера плеча срочный. Мы же видим, что пока клиенты бегут туда, где плечо больше.

— Во-первых, учитывайте правовой аспект. Если вы купили конкретные бумаги, пусть даже в кредит, это ваша собственность. Срочные же сделки, как вы знаете, наши суды пока трактуют как сделки «пари», по которым судебная защита отсутствует. ФСФР подготовила изменения в законодательство, чтобы защитить срочные сделки. И мне кажется, что когда срочные сделки будут законодательно защищены, часть клиентов перейдет на этот рынок. Потом на самом деле вы сейчас сравниваете срочный рынок с маржинальным с плечом 1:10?

— Как раз нет, я говорю о ситуации, когда брокер дает плечо не более чем 1:3.

— Тогда да, возможен переток клиентов на срочный рынок. Кстати, если бы не было «серого» рынка с плечом 1:10, возможно, срочный рынок и показывал бы большие обороты. «Серые» схемы с точки зрения регулятора, конечно, всегда зло. Но у них есть одно качество: они заполняют те ниши, в которых нет нормального законодательного регулирования. И плечо 1:10 показывает, сколько, условно говоря, надо предложить клиенту, чтобы он согласился работать через сомнительные с юридической точки зрения схемы. Будет усовершенствовано законодательство на срочном рынке — эти схемы постепенно исчезнут.

— Мы начали с того, что введение плеча 1:3 будет сопровождаться ужесточением надзора. Как это будет выглядеть на практике? Будет больше проверок?

— Нет, я не имел в виду ужесточение надзора с точки зрения проверок. Будут ужесточены требования в документах ФСФР для профучастников рынка. И не только в плане соблюдения правил маржинальной торговли. Скажем, требования к расчету капитала — необходимо сделать эту процедуру более ясной и прозрачной. Мы видим недостатки существующей системы и приводим ее в соответствие с общепринятыми международными нормами. Будут прописаны и другие требования, в том числе к оформлению документов, работе с клиентами. Чтобы мы были убеждены, что клиент в курсе всех рисков, которые связаны с работой с маржинальным плечом, и приведем в порядок требования к учету этих сделок.

И введение нового порядка не станет проблемой для тех брокеров, которые работают честно. Но это, как мы рассчитываем, создаст сложности для тех, кто использует серые схемы. К нам приходят жалобы от клиентов: выясняется, что подписанные ими с брокерами договоры на предоставление маржинального плеча оформлены неправильно, очень пространные и, по сути, неопределенные с юридической точки зрения. И человек, который не знает нюансов, но хочет заработать, подписал абсолютно бесправное для себя соглашение. Соглашение, которое в случае возникновения проблем гарантирует только возврат средств брокеру — сам клиент же никак не защищен. Поэтому мы намерены сделать так, чтобы клиент если уж подписывает такие документы в погоне за потенциальным заработком, был в курсе того, на что он идет, и был защищен.

— Как клиент может узнать, хороший он подписывает договор или плохой?

— Это вопрос квалификации...

— Я понимаю, что можно нанять своего юриста, но это не вариант для массового инвестора.

— Согласен. И мы не можем определить квалификацию клиента, который придет подписывать договор. Значит, нужно сделать эту процедуру единообразной и понятной. Ведь если брокер составляет правильный договор, требования к учету соответствуют закону, то мы, как регулятор, получаем гарантию, что все будет нормально.

— Где я, как клиент, могу узнать, какой договор считается нормальным?

— Сейчас нигде. Мы хотим ввести это требование.

— То есть будет какой-то стандартный образец?

— Нет, скорее типовые требования к оформлению документов.

— Когда это планируется сделать?

— Примерно в течение года.

— Вы сказали, что будет более прозрачно рассчитываться капитал. Эти данные будут в открытом доступе или это коммерческая информация?

— Это требования к расчету собственных средств. Мы получаем соответствующие данные, и если выясняется, что у компании недостаточный капитал, предъявляем ей претензии в соответствии с законом. Другое дело, что нынешние требования к собственным средствам, конечно, совсем мягкие. Но мы не можем резко их повысить. Здесь та же ситуация, что и с введением пруденциального надзора и нормативов достаточности собственного капитала. Потому что это опять же вопрос ежедневного баланса, учета — словом, полной перестройки работы компаний, технологического перевооружения. И необдуманно быстрое принятие подобных регулятивных требований, как и резкое повышение требований к размеру капитала, может привести к сумятице на рынке.

Мы видим стратегически, что так и надо делать, и идем к этому — но аккуратно, без резких шагов. У Банка России в этом плане хорошая модель, они молодцы, все правильно сделали. Но они шли к этому десять лет. И сейчас банковскую лицензию иметь престижно, это некий знак качества. А вспомните, что раньше в банках творилось? Так и в брокерских компаниях — наша лицензия должна давать гарантию качества. Но это большая работа, и решать поставленную задачу будем постепенно.

ДИЛИНГОВЫЙ ЦЕНТР «АКМОС ТРЕЙД» 1999
НАМ 10 ЛЕТ
10 лет, не замечая кризисов и дефолтов, предоставляем доступ к рынку FOREX
круглосуточно данные, новости, сделки on-line
• Депозит от $2000 • Дилинговый зал - бесплатно!
• Спред от 1 пипса • Безопасный доступ через Интернет
• Комиссия - 0% • Бесплатное двухнедельное обучение
• Обучение • На счета начисляем проценты
ТОЛЬКО У НАС
ФИНАНСОВАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗАСТРАХОВАНА
www.akmos.ru т/ф: (095) 232-3365