дарству значительно увеличить вложения в здравоохранение, строительство доступного и комфортного жилья, образование, науку и культуру, то есть в человеческий капитал.

Список литературы

1. *Барсукова, Е.Л., Сарычев, В.А.* Инновация как экономическая категория // Инновации. – 2008. – № 2.

2. *Грицюк, Т.В.* Государственное регулирование экономики: теория и практика. – М.: Издательство РДЛ, 2004.

3. *Ефимова, Д.А.* Система финансового управления в Российской империи / Управление персоналом. Проблемы экономики и права: сборник научных трудов / под ред. В.В. Петрова. – СПб., 2004.

4. *Козлова, А.В.* Экономическая безопасность как явление и научное понятие // Власть. – 2009. – № 1.

5. *Семякин, М.Н.* Экономика и право: проблемы теории, методологии и практики. – М.: Экономика, 2008.

6. Инновационное развитие – основа модернизации экономики России. Национальный доклад / ИМЭМО РАН,– М.: ГУ-ВШЭ, 2008.

© Васильковский И.В., 2011

В.О. Петров

РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОЦЕДУРЫ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ: ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ

ПЕТРОВ Виктор Олегович – аспирант кафедры правового обеспечения рыночной экономики РАГС (v.o.petrov@mail.ru)

Аннотация. *Рассматривается эмиссия ценных бумаг как объектов гражданских прав. Выделены этапы эмиссии, их особенности, анализируются новеллы современного законодательства.*

Ключевые слова: *рынок ценных бумаг, эмиссия, выпуск ценных бумаг, государственная регистрация выпуска, государственные и муниципальные ценные бумаги, листинг, конвертация ценных бумаг.*

Процедура эмиссии представляет собой сложный фактический состав. Только соблюдение всех установленных требований и в установленном порядке дает возможность эмитенту легитимно выпускать ценные бумаги.

Статья 19 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» устанавливает, что процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг, если иное не предусмотрено настоящим федеральным законом и иными федеральными законами, включает в себя следующие этапы:

принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;

утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;

размещение эмиссионных ценных бумаг;

государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

В случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500, государственная регистрация выпуска ценных бумаг сопровождается регистрацией их проспекта. При этом каждый этап процедуры эмиссии сопровождается раскрытием информации.

Первым этапом эмиссии является *приятие эмитентом решения о размещении эмиссионных ценных бумаг*. Это решение хронологически предшествует всем остальным действиям эмитента, а на основе принятого решения принимаются и осуществляются все иные этапы и прежде всего второй этап – утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг. Следует отметить, что только последняя редакция Федерального закона «О рынке ценных бумаг» первым этапом эмиссии назвала принятие решения о размещении ценных бумаг. Предыдущая редакция этого закона не содержала упоминания о таком этапе эмиссии, хотя иные нормативные акты, в частности Федеральный закон «Об акционерных обществах» и предыдущие Стандарты эмиссии, включали в себя нормы, касающиеся принятия решения о размещении ценных бумаг. В юридической литературе неоднократно отмечалось такое противоречие в законодательстве и предлагалось внести изменения, направленные на его устранение[1], что и сделал законодатель, внеся соответствующие изменения в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» 28.12.2002 г.

Второй этап эмиссии – *утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг.* С формальной точки зрения Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» определяет решение о выпуске ценных бумаг как документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой. Решение о выпуске ценных бумаг утверждается органом управления эмитента (со-

[1] См.: Правовые основы рынка ценных бумаг. – М., 1997. – С. 97 – 98; *Мурзин, Д.В.* Ценные бумаги – бестелесные вещи. – М., 1998.– С. 148 – 149; *Синенко, А.Ю.* Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правое регулирование, теория и практика. – М., 2002.– С. 49–53.

ветом директоров (наблюдательным советом) или иным органом, осуществляющим его функции). Утверждение решения о выпуске акций возможно только на основании решения общего собрания или собственного решения совета директоров об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций и в соответствии с указанным решением. Решение о выпуске ценных бумаг должно содержать определенные реквизиты, предусмотренные ст. 17 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Третий этап эмиссии – *государственная регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг*. Следует отметить, что только последняя редакция Федерального закона «О рынке ценных бумаг» прямо указывает, что регистрация носит государственный характер. До этого закон содержал термин «регистрация» и лишь Стандарты эмиссии употребляли термин «государственная регистрация». Внесенное уточнение представляется полностью обоснованным и закономерным.

Государственная регистрация является одним из основных публично-правовых элементов регулирования отношений на рынке ценных бумаг. Наибольшее значение и применение этот элемент получил именно в процедуре эмиссии ценных бумаг. Правовая природа государственной регистрации выпуска ценных бумаг заключается в признании государством юридической силы эмитируемых акций и имеет большое значение в области охраны правопорядка на рынке ценных бумаг. Государство публично удостоверяет выпущенные акции путем их регистрации.

Государственную регистрацию выпуска акций следует отнести к разрешительному типу правового регулирования, так как обязательное решение регистрирующего органа может содержать как согласие, так и отказ в регистрации выпуска. В соответствии со ст.ст. 18 и 24 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» размещение эмиссионных ценных бумаг до государственной регистрации их выпуска запрещено. Следовательно, сделки купли-продажи акций (в порядке их размещения), совершенные до государственной регистрации их выпуска, являются ничтожными по причине противоречия требованиям законодательства. Данная позиция нашла свое отражение в Информационном письме Президиума ВАС РФ от 23.04.2001 г. № 63 «Обзор практики разрешения споров, связанных с отказом в государственной регистрации выпуска акций и признании выпуска недействительным»[1].

Государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФСФР России) или иным регистрирующим органом, определенным законом.

Согласно п.5 ст. 20 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» регистрирующий орган несет ответственность только за полноту сведений,

[1] См.: Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации. – 2001. – № 7.

содержащихся в решениях о выпуске и проспектах эмиссии ценных бумаг, но не за их достоверность, хотя и предусмотрена возможность проведения проверки достоверности сведений, содержащихся в представленных для регистрации выпуска акций документах. Существование потенциальной возможности проведения такой проверки позволяет ставить вопрос о необходимости такой проверки при том или ином способе размещения. Недостатком действующего законодательства можно назвать отсутствие перечня случаев, когда такая проверка информации будет обязательна. В литературе можно встретить мнение, что проведение таких проверок часто требует значительных материально-технических затрат, что само проведение зачастую невозможно по причине загруженности регистрирующего органа. Однако представляется, что проверки должны быть обязательными при размещении акций путем открытой подписки.

Государственная регистрация выпуска сопровождается государственной регистрацией их проспекта в случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500. Следует признать, что государственная регистрация выпуска ценных бумаг, не порождая самих ценных бумаг, является необходимым юридическим фактом в составе эмиссии. Незарегистрированные ценные бумаги – это еще не объекты права.

Нововведением законодателя является положение, предусматривающее, что эмиссия облигаций Банка России осуществляется без государственной регистрации выпуска и соответственно без государственной регистрации отчета об итогах выпуска. Размещение и обращение таких облигаций допускается только среди российских кредитных организаций.

В настоящее время предприняты шаги, которые, по мнению законодателя, в большей степени отвечают требованиям современной экономики и способствуют развитию рынка ценных бумаг. В частности в настоящее время внесены законопроекты о поправках в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», которые направлены на упрощение процедуры эмиссии для надежных организаций. Один из законопроектов предусматривает отказ от регистрационных процедур в отношении тех акционерных обществ, акции которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже. Сейчас такая упрощенная процедура эмиссии предусмотрена только в отношении эмиссии биржевых облигаций. Для эмитента это означает уменьшение финансовых затрат при выходе на публичный рынок капитала и более короткие сроки. Конечно, новое правило предусмотрено только в отношении акций той же категории, прошедших процедуру листинга. На кредитные организации это правило не распространяется.

Сейчас процедура выпуска ценных бумаг эмитента занимает около полугода – от принятия решения о выпуске и выбора агента по размещению до регистрации отчета о размещении бумаг на бирже в ФСФР. Предложенные изменения в значительной степени должны ускорить этот

процесс для тех участников рынка, чья репутация позволяет рассчитывать на добросовестное поведение при выпуске ценных бумаг.

Четвертым этапом эмиссии является *размещение ценных бумаг*. Легальное определение этого этапа содержится в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» (ст. 2), который под размещением понимает «отчуждение эмиссионных ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок».

Обращение трактуется законодателем как заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход права собственности на ценные бумаги. Очевидно, пересечение приведенных терминов является результатом несовершенства техники законодателя. Обращение ценных бумаг фактически начинается с их размещения – совершения гражданско-правовых сделок с первыми владельцами. Как же разграничить эти два действия?

Размещение эмиссионных ценных бумаг относится к первичному рынку, когда ценные бумаги отчуждаются эмитентом и приобретаются в собственность их первыми владельцами. Обращаются же ценные бумаги на вторичном рынке, когда в качестве отчуждателя выступает инвестор, а не эмитент.

Заключительным этапом процедуры эмиссии *является государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска)* эмиссионных ценных бумаг.

Ст. 25 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» устанавливает обязанность эмитента не позднее 30-ти дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг представить отчет об итогах выпуска в регистрирующий орган. В двухнедельный срок регистрирующий орган рассматривает представленный отчет и регистрирует его, если нет нарушений. Регистрация отчета в этом случае означает, что эмитентом соблюдена процедура эмиссии ценных бумаг и все требования законодательства, предъявляемые к ней.

Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (ст. 5), а вслед за ним и Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (ст. 27.6) устанавливают правило, запрещающее обращение эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых подлежит государственной регистрации, до полной их оплаты и регистрации отчета об итогах выпуска. Публичное обращение эмиссионных ценных бумаг запрещается до государственной регистрации проспекта ценных бумаг. Ранее действующее законодательство (до 2002 г.) допускало сделки с размещенными ценными бумагами как до полной их оплаты, так и до регистрации отчета об итогах выпуска. Возможность совершения сделок с размещенными ценными бумагами связывалась исключительно с государственной регистрацией непосредственно выпуска ценных бумаг.

Регистрирующий орган вправе отказать в регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг в случае нарушения эмитентом в ходе эмиссии требований законодательства.

Представляется, что на этапе регистрации отчета об итогах выпуска регистрирующий орган должен контролировать не только соблюдение требований действующего законодательства, но и условий размещения, которые содержатся в решении о размещении и принятии решения о выпуске ценных бумаг. В частности, особое внимание должно уделяться срокам размещения, соблюдению требования полной оплаты дополнительных акций. В случае закрытой подписки размещение должно проводиться только среди участников такой подписки в точном соответствии с количеством акций, на которое подписался тот или иной участник. Слабый контроль со стороны регистрирующего органа на данном этапе может повлечь дальнейшее признание сделок по размещению акций не действительным.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» регулирует отношения, возникающие при эмиссии ценных бумаг без уточнения о субъекте выпуска. Однако следует отметить и ряд особенностей, присущих эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг. Такие особенности установлены Федеральным законом от 29 июля 1998 г. «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»[1]. Эмитентом государственных и муниципальных ценных бумаг выступают (что следует из названия) органы исполнительной власти (соответствующего уровня), являющиеся юридическими лицами и к функциям которых отнесено составление и (или) исполнение федерального бюджета.

Государственные и муниципальные ценные бумаги могут быть выпущены в форме облигаций или иных эмиссионных ценных бумаг. Возможен выпуск ценных бумаг в документарной и бездокументарной формах, но при этом допускается выпуск именных ценных бумаг в документарной форме с обязательным централизованным хранением в депозитарии (глобальный сертификат). По именным ценным бумагам Российской Федерации реестр владельцев не ведется.

В этой сфере правового регулирования также существует ряд проблем, которые подлежат скорейшему разрешению для более эффективного действия рынка. Следует выделить две из них.

Практика применения Федерального закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» в настоящее время движется по пути ежегодного утверждения и регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг. Подобное положение зачастую приводит к тому, что однотипные ценные бумаги одного эмитента выпускаются в соответствии с различными условиями эмиссии и обращения. Это создает неудобства для инвесторов и ведет к ситуации, при которой объем прав по различным выпускам одних и тех же ценных бумаг может различаться. Другой проблемой, возникающей в ходе приме-

[1] СЗ РФ. – 1998. – № 31. – Ст. 3814.

нения данного Федерального закона, является расплывчатость оснований для отказа в регистрации условий эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг. Впрочем, подобная нечеткость в принципе свойственна законодательству о ценных бумагах. В частности, положение о том, что в регистрации может быть отказано в случае нарушения эмитентом требований бюджетного российского законодательства, а также законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, вынуждает Министерство финансов страны осуществлять всеобъемлющую проверку бюджета субъекта РФ или муниципального образования на соответствующий финансовый год. При этом решение об отказе в регистрации зачастую принимается Минфином по причинам, не связанным с эмиссией государственных ценных бумаг субъектов РФ или муниципальных ценных бумаг. На этой основе можно установить по аналогии с условиями эмиссии и обращения государственных ценных бумаг Российской Федерации неограниченный срок действия государственных ценных бумаг субъекта РФ, а также муниципальных ценных бумаг. Это значительно упростит порядок их регистрации.

Следует отметить повышенную активность законодателя в сфере регулирования отношений на рынке ценных бумаг в 2010 г. Так, в настоящее время в Государственной Думе находится законопроект о внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и иные законодательные акты. Этим законопроектом предусмотрен ряд изменений, проигнорировать которые не представляется возможным.

Прежде всего, ФСФР (а именно эта служба была инициатором подобного законопроекта) было предложено упростить процедуру эмиссии. Законопроект предусматривает возможность осуществления процедуры эмиссии без некоторых ее этапов. Так, без государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска), регистрации проспекта и государственной регистрации отчета об итогах выпуска может осуществляться эмиссия биржевых облигаций, поскольку размещение этих облигаций осуществляется только путем открытой подписки на торгах фондовой биржи. Упрощенную процедуру эмиссии для биржевых облигаций эмитенту разрешается использовать после того, как регистрирующим органом в установленном порядке были осуществлены все необходимые регистрационные действия в отношении хотя бы одного выпуска его акций или облигаций и указанные ценные бумаги прошли процедуру листинга на фондовой бирже.

Предлагается также введение процедуры, в соответствии с которой документы для государственной регистрации выпуска акций акционерного общества, размещаемых при реорганизации, должны представляться в регистрирующий орган до государственной регистрации акционерного общества, создаваемого в результате реорганизации. При этом в случае принятия регистрирующим органом решения о государственной регистрации соответствующего выпуска акций, размещаемых при реорганизации, такое решение вступает в силу с даты государственной регистрации ак-

ционерного общества, созданного в результате реорганизации. Документ, подтверждающий принятие регистрирующим органом решения о государственной регистрации выпуска акций, размещаемых при реорганизации, предлагается включить в состав документов, представляемых органу, осуществляющему государственную регистрацию юридических лиц, для внесения записи в единый государственный реестр юридических лиц о государственной регистрации акционерного общества, создаваемого в результате реорганизации.

Данная процедура позволит выявлять и устранять нарушения, связанные с реорганизацией, до ее завершения и соответственно обеспечит надлежащую защиту прав и законных интересов акционеров акционерных обществ, создаваемых в результате реорганизации.

В законопроекте предусматривается также отказ от проведения «технических» эмиссий, предполагающих конвертацию привилегированных акций в связи с изменением предоставляемого объема прав. «Технические» эмиссии заменяются процедурой внесения соответствующих изменений в зарегистрированное в установленном порядке решение о выпуске привилегированных акций. Введение такой процедуры позволит избежать погашения акций и связанных с этим издержек эмитента ценных бумаг.

Кроме того, в целях повышения конкурентоспособности российского финансового рынка устанавливается возможность размещения ценных бумаг на условиях неполной оплаты, если обязательство по их полной оплате принимает на себя брокер, оказывающий эмитенту услуги по размещению ценных бумаг.

Анализ внесенных изменений позволяет сделать вывод, что ФСФР стремится уменьшить количество оснований для обращения участника рынка ценных бумаг к федеральному органу исполнительной власти. Такие изменения можно признать обоснованными, поскольку достаточная степень свободы участников рынка ценных бумаг в решении вопросов эмиссии позволяет рынку работать эффективнее. Отказ от конвертации привилегированных акций в обыкновенные также видится достаточно обоснованным, но только при условии надлежащей реализации данной возможности.

Список литературы

1. *Белов, В.А.* Ценные бумаги. Вопросы правовой регламентации. – М., 1993.

2. *Селеванова, Т.С.* Ценные бумаги. – М., 2008.

3. *Тихомирова, Ю.С.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг. – М., 2004.

4. *Шевченко, Г.Н.* Правовое регулирование ценных бумаг. – М., 2005.

© Петров В.О., 2011