юридическая фирма «Линия права»

Михаил Малиновский,
юрист

Сергей Волков,
юрист

ЛЕГАЛИЗАЦИЯ облигаций

НАКОПИВШИЙСЯ ОПЫТ РАБОТЫ С ДЕФОЛТНЫМИ ВЫПУСКАМИ ОБЛИГАЦИЙ ВЫЯВИЛ СИСТЕМНЫЕ ПРОБЛЕМЫ В РАБОТЕ ЭТОГО ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА. В ПОСЛЕДНИЙ ГОД МЫ СТАЛИ СВИДЕТЕЛЯМИ ДЕЙСТВИЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ТЕОРИИ «АСИММЕТРИЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ», СУТЬ КОТОРОЙ ЗАКЛЮЧАЕТСЯ В ТОМ, ЧТО ЗАЕМЩИК ВСЕГДА ЛУЧШЕ ОСВЕДОМЛЕН О СВОЕМ РЕАЛЬНОМ СТАТУСЕ, ЧЕМ САМЫЕ КВАЛИФИЦИРОВАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ. ПРАКТИКА ДЕФОЛТНЫХ ВЫПУСКОВ НАГЛЯДНО ПРОДЕМОНСТРИРОВАЛА НЕ ТОЛЬКО НЕДОСТАТОЧНОСТЬ ЗНАНИЙ ИНВЕСТОРОВ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ ЭМИТЕНТА, НО И НЕПОНИМАНИЕ ИМИ НЕКОТОРЫХ СУЩЕСТВЕННЫХ ЮРИДИЧЕСКИХ АСПЕКТОВ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА.

Поиск решений указанных проблем, в том числе посредством сглаживания асимметрии в степени информирования эмитента и инвестора, должен стать одним из приоритетов для инвестиционного сообщества, так как он напрямую сопряжен с необходимостью сохранить зарождающийся рынок долгового финансирования в России. В условиях отсутствия системных ориентиров со стороны государственной власти поиск решений является непростой задачей, справиться с которой поможет активный диалог финансистов и юристов, работающих на российском рынке капитала. Так, задача юристов в рамках выпуска облигаций как формы долгового финансирования должна прежде всего заключаться в выявлении правовых рисков, затрагивающих вопросы ответственности и эффективного осуществления прав кредиторов по ценным бумагам.

ЮРИДИЧЕСКИЕ РИСКИ

Для рынка капитала вопрос юридических рисков выступает центральным и даже во многом перекрывает тему получения инвестором прибыли. Подтверждением тому — сложившаяся судебная практика, которая

констатирует невозможность: первое — исполнить некоторые формулировки стандартных решений о выпусках облигаций и второе — взыскать деньги в судебном порядке. Смысл рассчитывать справедливую процентную ставку по такому займу пропадает. С юридической точки зрения решения о выпусках облигаций, потенциально не защищенные судебным решением, не отличаются от алеаторной сделки. Инвестировать в такие облигации — все равно что играть в рулетку, так как эмитент может исполнить свои обязательства (к примеру, выкупить облигации по оферте) или, сославшись на некоторые положения законодательства, уклониться от такого исполнения.

Юридические риски, свойственные многим существующим облигационным займам, нельзя назвать новыми. Их выявление на практике является следствием недостаточного внимания профессиональных инвесторов к риск-менеджменту в процессе согласования с банком-организатором сделки по приобретению облигаций. Справедливо будет сказать, что некоторые юридические проблемы облигаций, речь о которых пойдет ниже, существовали в качестве скрытой угрозы для инвестора изначально, когда облигация воспринималась и структурировалась в первую очередь как удобный ликвидный инструмент займа, к которому потенциальные держатели не предъявляли требования в объеме большем, чем предусмотрено базовыми нормативными актами.

В основу инвестиционного решения на практике был положен прогноз инвестиционного банка, организующего конкретный выпуск, в отношении платежеспособности эмитента и иллюзия того, что большинство займов внутри каждого эшелона заемщиков однородны по качеству. В дополнение к этому регистрация выпуска уполномоченным органом государственной власти выступала для инвестора достаточным признаком юридической чистоты облигационного займа, хотя такая уверенность и не имела четкого нормативного оправдания.

В силу идентичности формулировок решений о выпуске облигаций разных эмитентов практически никто из участников сделок, по сути, не вчитывался в их содержание; и оспаривание инвесторами таких решений в большинстве случаев бесперспективно. Судебная система закономерно наказала российского инвестора за отсутствие должного внимания к вопросам юридической действительности и возможности принудительного исполнения при приобретении облигаций[1].

ОТВЕТСТВЕННОСТЬ

Практика последнего года показала, что формальная фиксация прав решением о выпуске уже не может считаться достаточным подтверждением исполнимости прав кредитора по облигациям, а следовательно, пропадает целесообразность расчета эффективности инвестиций. Ниже мы обобщили некоторые примеры, позволяющие уклониться эмитенту и его поручителям от формально закрепленного решением о выпуске обязательства вернуть инвестированные средства.

Для рынка облигаций привычным является установление так называемой плавающей процентной ставки по облигациям, которая может изменяться в течение срока обращения облигаций, о чем эмитент принимает по своему усмотрению отдельные решения. Данный механизм удобен, так как позволяет реагировать на изменение рынка и устанавливать справедливую стоимость заимствований. Интересы владельцев облигаций в справедливом, а не произвольном установлении ставки защищаются предусмотренной на нормативном уровне возможностью вернуть облигации эмитенту — потребовать их приобретения или погашения, если ставка кажется держателям неприемлемой.

Тем не менее плавающая ставка и порождаемые ею обязательства эмитента по приобретению облигаций по требованию их владельцев наталкиваются на существенные сложности на практике.

К примеру, все публичные оферты о приобретении облигаций в случае изменения процентной ставки предполагают совершение адресных сделок на бирже, для чего используется режим переговорных сделок. Но в соответствии с действующим регулированием инвестирования средств пенсионных накоплений управляющим компаниям прямо запрещено совершать такие адресные сделки. С точки зрения формальной юридической логики, это дает право недобросовестному эмитенту установить ставку купона в размере 0.1% и использовать пенсионные накопления практически бесплатно. Эта же проблема регулирования[2] инвестирования пенсионных накоплений служит барьером для участия управляющих компаний в процессе реструктуризации долга, предусматривающем подписание соглашения с должником. Таким образом, несмотря на то что мировая финансовая система, по сути, уже два года находится не в лучшем состоянии, российское регулирование вложений пенсионных накоплений все еще нацелено именно на инвестирование, хотя самое время подумать, как такие инвестиции возвращать.

Другой пример — установление поручительства, предоставляемого эмитенту-SPV ее материнской компании, обладающей в отличие от эмитента активами.

Так, в одном из случае суд указал, что «в соответствии с п. 1 ст. 367 ГК РФ поручительство прекращается с прекращением обеспеченного им обязательства, а также в случае изменения этого обязательства, влекущего увеличение ответственности или иные неблагоприятные последствия для поручителя, без согласия последнего»[3]. Следовательно, увеличение в последующем, по усмотрению эмитента, процентной ставки, установленной по состоянию на дату начала размещения облигаций, то есть

---

[1] *«Исполнение эмитентом обязательства по приобретению собственных облигаций по требованиям их владельцев», Ганжала В. А., юрист судебной группы юридической фирмы «Линия права»/журнал «Слияния и поглощения» № 10 (80), 2009, стр. 52–64.*

[2] *Постановление Правительства Российской Федерации от 30 июня 2003 г. № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» и статьей 36.15 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах».*

[3] *Постановление ФАС МО № КГ-А40/4049-09-1, 2 от 11 июня 2009 г. по делу № А40-72027/08-48-612.*

на дату заключения договора поручительства, представляет собой внесение изменения в договор поручительства, влекущее увеличение ответственности для поручителя без его согласия.

Если следовать такой логике суда, большинство обращающихся облигаций, если они уже прошли увеличение процентной ставки, являются необеспеченными. И это притом, что конструкция большинства облигационных заимствований такова, что держателем активов, на которые может рассчитывать держатель долга, выступает не эмитент, а как раз поручитель.

Практике известны и другие случаи оспаривания поручительств, например с обоснованием отсутствия должного корпоративного одобрения сделки по предоставлению поручительства. Данные ситуации нередки. В большинстве случаев имеет место и крупность сделки, и заинтересованность, так как зачастую эмитент и поручители аффилированны или связаны другими факторами, обуславливающими возникновение корпоративной заинтересованности.

Не до конца ясно сегодня и само содержание обязательства эмитента по приобретению облигаций по требованию их владельцев. Эмитенты, кредиторы, суды и даже регулятор финансового рынка до сих пор не могут выработать единую логичную позицию относительно этого вопроса.

Множество позиций вырабатывается в зависимости от того, чьи интересы вовлечены. Например, владелец облигаций, требуя в суде уплаты продажной стоимости облигаций, показывает, что он осуществил все действия, необходимые в соответствии с условиями эмиссионных документов для приобретения облигаций эмитентом, — акцептовал оферту, направил уведомление, заявку на продажу и т. д. Эмитент, напротив, убеждает суд, что содержание его обязательств состоит не в уплате денег за облигации, а в обязанности заключить договор на приобретение им облигаций. Следовательно, истцом, требующим не понуждения к заключению договора, а денег, избран ненадлежащий способ защиты, влекущий отказ в удовлетворении иска.

Несмотря на то что справедливость (de lege ferenda), очевидно, находится на стороне первой позиции (владельца облигаций, не согласного с установленной ставкой и желающего вернуть вложенные средства), формально толкование оферты может свидетельствовать о верности позиции эмитента (de lege lata). Действительно, содержание таких оферт сводится к предложению заключить обычную для биржевого обращения сделку купли-продажи. Таким образом, если оферта предлагает заключить договор, предметом которого является обязательство сторон заключить в будущем сделку купли-продажи на бирже[4], то, исходя из дословного понимания текста договора, заключаемого сторонамисделки, достаточно сложно найти формальные основания для квалификации такой оферты как направленной на заключение договора купли-продажи.

Здесь необходимо отметить, что Высший арбитражный суд РФ (ВАС РФ) в одном из своих последних определений[5] назвал отношения, возникающие из акцепта оферты, именно договором купли-продажи (следовательно, формально признал, что владелец облигаций — продавец, а значит, имеет денежное требование к эмитенту). Но важная особенность данного дела состоит в том, что в упомянутом споре обе стороны настаивали (правда, по разным причинам эмитент-ответчик, признавая отношения договором купли-продажи, старался защитить поручителя), что между ними заключен договор купли-продажи, а не какой-либо иной договор. Как результат — у судей ВАС РФ не было необходимости осуществлять анализ такого договора, а значит, решение вопроса о квалификации отношений высокой инстанцией может оказаться неокончательным.

Следовательно, участники рынка капитала должны не только изменить механизм оферт (отметим, что нормативное регулирование предоставляет такую возможность), но быть полностью осведомленными о таких сделках, то есть иметь исчерпывающее представление о сопутствующих рисках и таким образом преодолеть информационную асимметрию и принять верное инвестиционное решение. Способствовать этому должна новая система ответственности участников рынка.

Публичное размещение ценных бумаг предполагает, что предмет предложения — некий стандартный продукт с заранее определенными характеристиками, которые определяются в документации по выпуску ценных бумаг: решении о выпуске и проспекте ценных бумаг, информационном меморандуме, выпускаемом от имени организатора, и так далее.

Вместе с тем в российской практике отсутствуют какие-либо стандарты, устанавливающие гарантии полноты и достоверности информации, необходимой для принятия инвестиционных решений. Сейчас участники рынка опираются на весьма общие стандарты регулятора финансового рынка и некие обычаи практики, например необходимость подготовки информационного меморандума. При этом за достоверность информации никто ответственность на себя не принимает.

По нашему мнению, наиболее надежными гарантиями интересов инвесторов будут не просто формальные регуляторные требования к содержанию эмиссионных документов и в общем-то достаточно произвольные параметры, по которым банк-организатор рекламирует рынку тот или иной инструмент, но и надежная система ответственности за соответствие таких сведений действительности в тех случаях, когда их раскрытие может быть определяющим для принятия инвестиционного решения.

Практика ответственности профессионалов за выданные ими советы и заключения является неотъемлемой частью развитых фондовых рынков во всем мире[6]. Среди прочих данный вывод базируется на одном из дел, в котором судья лорд Денинг указал: «Абсолютно очевидно, что выдавший суждение профессионал должен нести

---

[4] *А тот факт, что на бирже при выставлении заявок на покупку/продажу облигаций заключается именно договор купли-продажи, а не происходят некие фактические действия исполнения, подтверждается тем, что такие сделки происходят каждый день в огромном количестве и они не требуют каких-либо предварительных договоров.*

[5] *См. Определение ВАС РФ № ВАС-10462/09.*

[6] *Более подробно об ответственности лиц, выдавших legal opinion, смотрите: Colin Paul, Gerald Montagu «Banking and capital markets companion», p. 177–178.*

ответственность не только перед клиентом, который его нанял, но и иным известным ему лицом, опирающимся на его суждение при принятии решения и рассчитывающим избежать убытков». Это базовый принцип для понимания роли юридического заключения (legal opinion) в структуре рыночной экономики[7]

В России в течение последнего десятилетия предпринимались попытки на законодательном уровне внедрить в инфраструктуру любого публичного выпуска фигуру, которая: а) могла бы проводить собственную независимую экспертизу выпускаемых ценных бумаг и б) несла бы ответственность за свои оценки. Речь идет об уполномоченных финансовых консультантах. К сожалению, а может быть, к счастью, институт финансовых консультантов не развился, и требование об обязательности подписания проспектов ценных бумаг финансовым консультантом было отменено.

Однако это не должно подразумевать, что рынок может и дальше продолжать пассивно относиться к вопросам ответственности и признавать единственным лицом, юридически ответственным за исполнение обязательств по облигациям, потенциально несостоятельное SPV.

Издание информационного меморандума, который стал очень похож на абсолютную формальность, не влечет ответственность банка-организатора, так как в меморандуме излагаются лишь субъективные оценки самого организатора, подкрепляемые авторитетом инвестиционного банка, квалификацией специалистов-аналитиков и, в конце концов, их репутацией. При этом анализ и оценка юридических рисков остается вне периметра каких-либо надежных заверений, не говоря уже о гарантиях. Те правовые риски, которые традиционно описываются в проспекте, и то, как они описываются — лишь дань соблюдению формальных требований, необходимых для регистрации выпуска.

Организатор выпуска облигаций выступает как глобальный координатор проекта. В его задачи входит привлечение широкого круга специалистов, совместная работа которых обеспечивает формирование продукта. В том числе инвестиционный банк более всего заинтересован в участии в работе над выпуском квалифицированных юристов, которые были бы способны проанализировать все существенные аспекты компании и планируемого займа, выявить и сформулировать правовые риски и нести ответственность за достоверность и полноту своих выводов.

Эффективной формой участия юристов в проектах может стать выдача юридического заключения (legal opinion) на основании проведенного исследования сделки по размещению облигаций и, возможно, правового статуса эмитента.

Технология подготовки юридического заключения, которое могло бы выдаваться банку-организатору, должна предусматривать стандартные правила проведения всестороннего правового анализа. При этом такие стандарты могут создаваться как самой юридической фирмой, так и их объединением и должны быть построены таким образом, чтобы позволить получить комплексное представление о юридических рисках, существенных для организатора и инвестора, а значит преодолеть информационный дисбаланс между ними.

* * *

Обобщая вышесказанное, отметим, что юридическое заключение может оказаться одним из действенных способов восстановления доверительных отношений на фондовом рынке, серьезно подорванных некоторыми эмитентами, но далеко не единственным. Первое слово, на наш взгляд, должно прозвучать со стороны инвестиционных банков. Именно они должны приложить максимум усилий по преодолению существующей информационной асимметрии между эмитентом и инвестором. Принимая свою долю ответственности за раскрываемую эмитентом информацию (что допустимо действующим законодательством в разных формах), именно инвестиционный банк должен стать связующим звеном между заемщиком и рынком.

Мы понимаем, что предлагаемые в данной статье механизмы могут несколько повысить стоимость заимствований (по крайней мере на какое-то время, пока конкуренция на рынке не установит справедливую цену за новые услуги). В то же время эмитенты должны понять, что внедрение в практику размещения облигационных займов большего количества заверений влечет повышение качества ценной бумаги. Все это со временем должно привести к снижению стоимости облигационного займа. С точки зрения защищенности инвесторов облигационный заем, за предложение которого несут ответственность как эмитент, так и организатор и их консультанты, более надежен. Облигационный выпуск, проверенный по всем ключевым юридическим аспектам, предполагает отсутствие существенных правовых рисков и необходимости в дополнительных издержках, связанных с исполнением обязательств, например судебных издержках.

Преимущества использования в качестве юридического заверения именно формы юридического заключения (legal opinion), на наш взгляд, очевидны. Это и более высокий уровень доверия зарубежных инвесторов к такому инструменту, так как для последних наличие юридического заключения (legal opinion) служит неотъемлемым основанием для принятия инвестиционного решения. Кроме того, рейтинговые агентства смогут использовать юридические заключения при присвоении рейтинга ценным бумагам либо их эмитенту, что, в свою очередь, может подтверждать уровень надежности инструментов, необходимый для включения ценных бумаг в ломбардный список Банка России.

[7] *Исследование природы юридического заключения в системе общего права заслуживает, на наш взгляд, отдельного исследования, с которым вы сможете ознакомиться в скором времени.*