Антон Селивановский,
старший юрист, юридическая фирма «Бейкер и Макензи», доцент кафедры предпринимательского права ГУ ВШЭ, кандидат юридических наук

ТРАСТИ: доверяй, но проверяй

В ПРОШЛОМ ГОДУ ОДНОЙ ИЗ АКТИВНО ОБСУЖДАЕМЫХ ИДЕЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ СТАЛ ПРОЕКТ ВВЕДЕНИЯ ИНСТИТУТОВ ОБЩЕГО СОБРАНИЯ ОБЛИГАЦИОНЕРОВ И ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ЗАЩИТУ ПРАВ ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ. ОДНАКО КАК ПОКАЗАЛ ПРОВЕДЕННЫЙ АНАЛИЗ* ПРЕДЛАГАЕМЫХ НОВОВВЕДЕНИЙ, ОНИ НЕДОСТАТОЧНО ПРОРАБОТАНЫ И МОГУТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНЫ НЕ СТОЛЬКО ДЛЯ ЗАЩИТЫ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ДОЛГОВЫХ БУМАГ, СКОЛЬКО В ИНТЕРЕСАХ ЭМИТЕНТОВ.

Федеральная служба по финансовым рынкам разрабатывает проект федерального закона «О внесении изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части создания механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций)» (законопроект).[1] Законопроект предусматривает введение общепризнанных механизмов, основанных на институте «представителя владельцев облигаций», призванного обеспечить надлежащий контроль за исполнением эмитентом облигаций своих обязательств, и институте «общего собрания владельцев облигаций», направленного на выработку инвесторами единого решения по вопросам, связанным с исполнением обязательств по облигациям.[2]

Основываясь на нашем участии в целом ряде проектов, связанных с дефолтами и реструктуризациями по облигациям, мы считаем, что введение институтов общего собрания облигационеров и представителя держателей облигаций, предлагаемые с учетом механизмов, представленных в законопроекте, не позволит обеспечить выпускам облигаций стабильность, долгосрочность и повысить доверие инвесторов.

ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ОБЛИГАЦИОНЕРОВ

Законопроект предусматривает введение нового лица в облигационных отношениях — представителя владельцев облигаций. Нередко такого представителя сравнивают с трасти, который часто вводится в международной практике, поэтому для краткости мы будем использовать именно этот термин.

* *Работа выполнена при поддержке индивидуального исследовательского гранта Государственного университета - Высшая школа экономики*

[1] *Размещен на сайте Государственной Думы www.duma.ru Законопроект был принят Государственной Думой в первом чтении 23 сентября 2009 года*

[2] *См. пресс-релиз ФСФР http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=209985 по состоянию на 22 октября 2009 года*

Законопроект устанавливает, что эмитент облигаций обязан назначить трасти в случае размещения облигаций путем открытой подписки, а также в иных случаях, предусмотренных нормативными правовыми актами ФСФР.

Предполагается, что введение трасти поможет объединению и упорядочению действий владельцев облигаций, а следовательно, в большей степени защитит их интересы.

По нашему мнению, в статусе трасти изначально заложен комплекс противоречий, которые не позволят ему эффективно осуществлять защиту прав владельцев облигаций.

ПЛАТИТ ЭМИТЕНТ ЗА ДЕЙСТВИЯ «ПРОТИВ» СЕБЯ

Согласно законопроекту, возникает ситуация, в которой эмитент заключает договор и платит трасти вознаграждение, а действовать последний должен в интересах третьих лиц — владельцев облигаций, с которыми у него нет договорных отношений. Сторонники законопроекта утверждают, что таким образом мнение держателей бумаг будет консолидированным, соответственно, эмитенту-должнику будет труднее противостоять всем облигационерам сразу.

Законопроект определяет, что оплату трасти всегда осуществляет эмитент. При этом трасти при исполнении своих обязанностей должен действовать в интересах владельцев облигаций, то есть «против» эмитента.

Законопроект не решает вопрос о юридической связи между эмитентом и трасти. Очевидно, что между ними заключается договор. Но он не является составной частью эмиссионной документации, у владельцев облигаций не возникает никаких прав по данному договору, они даже не вправе ознакомиться с его текстом. При этом в договоре с трасти могут скрываться некоторые весьма щекотливые положения.

1) Например, эмитент платит «символическое» вознаграждение трасти. Нетрудно догадаться, что в случае дефолта мотивация трасти тоже будет «символической».

2) Срок полномочий трасти в принципе должен ограничиваться моментом погашения облигаций. Однако нельзя исключить определения в договоре между эмитентом и трасти иных сроков.

3) Эмитент в определенный момент может перестать выплачивать вознаграждение трасти, что приведет к расторжению договора.

Законопроект возлагает на трасти значительный объем обязанностей, включающий среди прочего:

- выявление обстоятельств, которые могут повлечь нарушения прав и законных интересов владельцев облигаций;
- контроль исполнения эмитентом обязательств по облигациям;
- контроль состояния имущества, являющегося обеспечением исполнения обязательств по облигациям с залоговым обеспечением;
- осуществление мер, направленных на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций.

При этом трасти несет обязательства перед неопределенным кругом держателей облигаций, состав которых может постоянно меняться, а контролировать он должен определенное лицо — эмитента, который выбирает, назначает его, заключает с ним договор и платит ему вознаграждение.

ПОЛНОМОЧИЯ ТРАСТИ — ПОРАЖЕНИЕ В ПРАВАХ ОБЛИГАЦИОНЕРОВ

Законопроект устанавливает весьма жесткое правило: в случае назначения (избрания) трасти только он может от имени владельцев облигаций предъявлять требование об исполнении обязательств по облигациям, а также обращаться в арбитражный суд с таким требованием. В этом случае инвесторы не вправе заявлять самостоятельно соответствующие требования.

Данное правило вызывает большие опасения:

1) Законопроект не определяет, как трасти должен предъявлять эмитенту указанное требование: от быстроты предъявления[3] и «качества» иска зависит скорость и результат рассмотрения дела. Промедление предоставляет эмитенту возможность выводить активы.

2) Нередко для получения исполнения по обязательству целесообразно не только предъявление соответствующего требования непосредственно должнику, но и проведение ряда иных мероприятий, таких как переговоры с эмитентом о реструктуризации, проверка отчетности и основных сделок эмитента, поручителей, экспертиза представленного плана реструктуризации, подача заявлений о привлечении к ответственности руководителей и контролирующих лиц эмитента, заявление ходатайств об обеспечительных мерах, оспаривание некоторых сделок эмитента.

3) Не регламентирован вопрос возмещения расходов, которые может понести трасти при исполнении своих обязанностей. Расходы, необходимые для надлежащей защиты интересов владельцев облигаций, могут быть существенными: госпошлина, оплата услуг внешних консультантов (юристов, оценщиков, аудиторов и пр.), привлечение которых целесообразно для наилучшей защиты интересов держателей бумаг.[4]

Таким образом, весьма вероятно возникновение ситуации, когда трасти не предпринимает никаких действий «против» эмитента, а владельцы облигаций не вправе действовать самостоятельно.

НАЗНАЧЕНИЕ ТРАСТИ

Законопроект устанавливает, что трасти может быть назначен (избран) эмитентом облигаций[5] или общим собранием владельцев облигаций.

Договор между эмитентом и трасти определяет права и обязанности сторон, в том числе размер (порядок определения размера) вознаграждения трасти, порядок и сроки его выплаты, основания его прекращения и многое другое. Договор не является составной частью эмиссионной документации, у владельцев облигаций не возникает никаких прав по нему. Гражданско-правовой договор может быть прекращен по различным основаниям. Учитывая, что законопро-

---

[3] *Проектом установлено, что владельцы облигаций вправе самостоятельно предъявить эмитенту или поручителю требование, если трасти не предъявил такое требование в течение двух месяцев с даты возникновения соответствующего права. Однако нельзя исключить ситуацию, когда трасти направит такое требование в последний день срока, но допустит какие-либо неточности в требовании. Недостатки требования будут служить основанием для его возврата.*

[4] *Законопроект устанавливает, что трасти осуществляет возложенные на него обязанности лично (п. 11 ст. 27^{1-2}). Однако для выполнения многих действий на высоком профессиональном уровне целесообразно, чтобы трасти имел возможность привлечь внешних консультантов.*

[5] *Статья 27^{1-2} законопроекта*

ект наделяет эмитента правом назначать трасти (держатели бумаг не участвуют в выборе трасти), очевидно, что он при назначении представителя владельцев облигаций будет выяснять, насколько тщательно и осторожно кандидат на эту роль будет использовать права «против» эмитента.

Согласно требованиям законопроекта, в случае досрочного прекращения договора эмитент должен назначить нового трасти, но последствия неисполнения данной обязанности не установлены.

Как известно, договор возмездного оказания услуг (мы полагаем, что договор между эмитентом и трасти следует отнести к этому виду обязательств) может быть расторгнут заказчиком в одностороннем порядке в любое время. Следовательно, эмитент в преддверии дефолта или после него вправе расторгнуть договор с трасти. Учитывая особый статус и роль трасти, определенную законопроектом, интересы владельцев облигаций окажутся незащищенными на неопределенное время.

Законопроект дает возможность общему собранию владельцев облигаций произвести замену трасти, однако для «регистрации» замены необходимо, чтобы эмитент предоставил в ФСФР соответствующие документы. Кроме того, учитывая, что вознаграждение трасти выплачивает только эмитент, встает вопрос о заключении договора между трасти и эмитентом. . Таким образом, данный процесс оказывается под контролем последнего..

ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ТРАСТИ

Законопроект вводит ограничение ответственности трасти: он несет ответственность перед владельцами облигаций за убытки, причиненные им его виновными действиями (бездействием).

Как следует из положения, бремя доказывания виновности трасти в причинении убытков в связи с облигациями ляжет на владельцев облигаций. Иными словами, инвестор должен будет доказывать, что трасти при исполнении своих обязанностей действовал не в интересах владельцев облигаций, и осуществлял права и исполнял обязанности в отношении держателей облигаций с нарушением принципа добросовестности и разумности.[6]

КТО МОЖЕТ СТАТЬ ПРЕДСТАВИТЕЛЕМ ОБЛИГАЦИОНЕРОВ?

Законопроект устанавливает, что кандидат на роль трасти должен быть профессиональным участником рынка ценных бумаг, являться брокером, управляющим, управляющей компанией ПИФ и НПФ, специализированным депозитарием ПИФ и НПФ. В качестве трасти может выступать также иное юридическое лицо, созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации и отвечающее следующим требованиям:

- существует не менее 3 лет;
- оказывает аудиторские, консультационные и (или) юридические услуги;
- стоимость чистых активов, по данным последней бухгалтерской отчетности, превышает 1 млн руб.;
- компания должна получить аккредитацию в ФСФР.

Как видно из приведенных требований, законопроект допускает возможность выполнения функций трасти компаниями, которые не имеют средств, сопоставимых с потенциальным размером убытков от неисполнения обязательств по облигациям. Не секрет, что выпусков облигаций на сумму 1 млн руб. или 5 млн руб.[7] на российском рынке нет.

Законопроект не устанавливает требование о страховании профессиональной ответственности трасти.

ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ОБЛИГАЦИОНЕРОВ

Законопроект вводит новый институт — общее собрание владельцев облигаций («общее собрание»). В его компетенцию входят следующие вопросы:

1) изменение эмиссионных документов;

2) непредъявление требований о досрочном погашении облигаций, требований к лицам, предоставившим обеспечение;

3) предоставление эмитенту отсрочки по исполнению обязательств;

4) согласование условий прекращения обязательств эмитента;

5) избрание или замена трасти,

6) отзыв требования трасти о досрочном погашении облигаций.

Установлено серьезное правило: решение общего собрания является обязательным для всех владельцев облигаций, в том числе для тех из них, кто голосовал против принятия соответствующего решения или не принимал участия в голосовании.

Решения на общем собрании принимаются большинством (по отношению ко всему выпуску) голосов по принципу «1 облигация — 1 голос». Установлено, что голоса эмитента и его аффилированных лиц не учитываются.

Общее собрание созывается отдельно по каждому выпуску облигаций, за исключением нескольких выпусков с единым обеспечением, по инициативе:

- эмитента,
- трасти,
- лица, владеющего 10-процентным пакетом облигаций.

Основываясь на этих положениях, эмитент при несложном творческом осмыслении возможностей, предоставленных законопроектом, получит новые механизмы уклонения от исполнения обязательств по бондам. Уже сейчас в ходе реализации проекта реструктуризации дефолтных бумаг эмитенты зачастую размещают «новых» облигаций на 10–20% больше, чем находящийся в обращении объем «старых» бумаг. Несложно догадаться, что «излишком облигаций» будут владеть «дружественные» эмитенту структуры, формально не являющиеся аффилированными с компанией-заемщиком. Соответственно, эмитент-должник будет контролировать процесс назначения общего собрания и его решения.

***

В последнее время в дискуссиях часто делаются ссылки на международную практику использования trustee. Следует иметь в виду, что этот опыт не лишен недостатков. Так, например, российские эмитенты часто выпускали

---

[6] *Следует отметить, что ГК РФ наоборот возлагает на доверительного управляющего бремя доказывания своих добросовестных действий (п. 1 ст. 1022 ГК РФ)*

[7] *Брокеры должны иметь собственный капитал в размере не менее 5 млн руб.*

ценные бумаги по иностранному праву (CLN), которые предполагали участие trustee. Держатели «российских» CLN столкнулись с тем, что в случае дефолта по таким ценным бумагам trustee требуется значительное время для принятия решения о каких-либо действиях по CLN. Основные проблемы связаны с тем, что вознаграждение компаниям за выполнение функций trustee в последнее время стали весьма скромными, в то время как ответственность trustee за неверные действия сохраняется в полном объеме. В результате такого сокращения расходов на размещение ценных бумаг функции trustee выполняют компании, которые, с одной стороны, не обладают материальными, профессиональными и человеческими ресурсами для решения возникающих проблем, а с другой, выполняют эти функции по значительному количеству выпусков. Подобные недостатки trustee обнаружились в условиях кризиса и в международной практике – наличие trustee не избавляет держателей ценных бумаг от необходимости решать проблемы с неплатежами со стороны эмитента. В России, где нет опыта использования подобных представителей, трасти не станет решением проблем облигационеров.

Представленный анализ показывает, что законопроект в редакции, принятой Государственной Думой в первом чтении, создает дополнительные механизмы защиты прав эмитентов-должников, а не владельцев облигаций. Введение новых институтов повлечет удорожание выпуска долговых ценных бумаг. В этой ситуации целесообразно предоставить участникам рынка возможность использовать подобные механизмы в качестве альтернативы, не предъявляя обязательное требование о введение общего собрания облигационеров и представителя владельцев облигаций ко всем размещаемым выпускам.

Мнение

Сергей Ковалев,
управляющий партнер, юридическая группа PRINCIPIUM

Сергей Кислов,
старший юрист, юридическая группа PRINCIPIUM

Одной из проблем регулирования нового для России института — общего собрания владельцев облигаций (далее ОСВО) — является несоответствие заявленных целей фактическому содержанию изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг». Нормы, направленные на защиту владельцев облигаций, могут обернуться для него злоупотреблениями со стороны эмитента. Так, согласно п. 12 ст. 27.1.3 ФЗ «О рынке ценных бумаг» в готовящейся редакции (далее ОРЦБ) устанавливается право ОСВО утверждать изменения, вносимые в решение о выпуске и (или) проспект ценных бумаг, за исключением изменений, связанных с устранением технических ошибок. При этом проводится общее собрание облигационеров согласно п. 1. ст. 27.1.3 ОРЦБ в том числе и по требованию лиц, являющихся владельцами не менее чем 10% от находящихся в обращении облигаций. А п. 3. ст. 27.1.3 ОРЦБ оговаривает отсутствие права у эмитента вносить изменения в повестку ОСВО, созванного не по инициативе эмитента. Вместе с тем, п. 24.1 ОРЦБ говорит о том, что изменения в эмиссионные документы, предложенные собранием, вносятся по решению органа эмитента, утвердившего, соответственно, решение о выпуске ценных бумаг и (или) проспект ценных бумаг.

Такое положение дел не гарантирует держателям бумаг, что изменения в решении о выпуске и (или проспект ценных бумаг), внесенные через ОСВО, будут утверждены эмитентом.

Предусмотренный ОРЦБ порядок направления уведомлений о проведении собрания облигационеров не только не обеспечивает гарантии уведомления, но и, наоборот, дает эмитенту возможность «своевременно» уведомлять выборочных владельцев ценных бумаг. Так, п. 10 ст. 27.1.3 обязывает эмитента направлять регистратору (депозитарию, осуществляющему хранение облигаций) сообщение о созыве ОСВО не позднее, чем за семь рабочих дней до проведения такового, а сам регистратор (депозитарий) — не позднее дня, следующего за днем получения. Представляется, что почтовые сообщения, отправленные в соответствии с такими требованиями, могут и не успеть уведомить владельца о дате ОСВО.

В п. 11 устанавливается срок для блокировки операций по облигациям за два рабочих дня до даты проведения ОСВО и в эту дату. Что получается: добросовестный эмитент направил сообщение о проведении ОСВО, оно было получено регистратором (депозитарием, осуществляющим централизованное хранение) и направлено последним держателям облигаций по состоянию на третий рабочий день до даты проведения ОСВО. За день владельцы сменились, старые собственники не заинтересованы в посещении ОСВО, а новые не уведомлены.

Согласно п. 19. ст. 17.1.3. ОРЦБ, решение, принятое владельцами 50%+1 облигаций, обязательно для исполнения владельцами 50%-1 облигаций. Таким образом, группа лиц, владеющая простым большинством, имеет возможность обязывать к определенному поведению остальных держателей ценных бумаг. Текст законопроекта также оставляет неясным вопрос, может ли ОСВО принять решение, позволяющее владельцам облигаций производить самостоятельные действия.

В том же порядке может быть принято решение о назначении представителя владельцев облигаций. Учитывая, что владельцы облигаций не вправе заявлять свои самостоятельные требования, представляется неясной возможность защиты прав отдельных держателей в случае их нарушения.

Представляется необходимым внести в действующую редакцию ряд корректирующих положений. Во-первых, владельцы, голосовавшие против принятого на ОСВО решения, вправе требовать выкупа своих облигаций владельцами, голосовавшими за, пропорционально принадлежащему им количеству бумаг от общего числа облигаций, проголосовавших за. Во-вторых, представитель должен иметь право действовать в интересах не только всех держателей, но и в интересах только тех владельцев, чьи права были нарушены.

Из описанного выше очевидно, что институт общего собрания облигационеров в нынешнем виде работать не будет, а, скорее всего, станет еще одним способом затягивания выплат и злоупотребления правом эмитентом. Представленный в настоящем виде законопроект требует существенной доработки.

Мнение

Анна Батуева,
юрист, юридическая фирма «Линия права»

Правила, касающиеся деятельности представителя владельцев ценных бумаг, предлагаемые в проекте федерального закона № 217052-5 «О внесении изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (далее — законопроект), не полностью согласуются со стандартами международных выпусков ценных бумаг. В частности, к ним относятся административный характер полномочий представителя, его обязанность исполнять любое решение общего собрания владельцев облигаций, обязательное назначение их представителя.

АДМИНИСТРАТИВНЫЙ ХАРАКТЕР ПОЛНОМОЧИЙ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ

Законопроект отводит представителю преимущественно роль исполнителя решений общего собрания владельцев облигаций. Так, представитель не может самостоятельно решать такие важные вопросы, как предъявление требования о досрочном погашении бумаг и предъявление требований в суд, так как в обоих случаях законопроект требует созыва общего собрания владельцев облигаций. Между тем, в выпусках ценных бумаг по праву Англии и Нью-Йорка (США) (являющимися одними из наиболее популярных юрисдикций для международных выпусков ценных бумаг) представитель владельцев облигаций (трасти) может принимать решения по данным (и многим другим) вопросам по своему усмотрению, исходя из интересов держателей.

Кроме того, согласно проекту, представитель владельцев облигаций вправе согласовывать только такие изменения, вносимые в эмиссионные документы, которые связаны с устранением технических ошибок. Представляется, что законодательство должно допускать возможность вносить и иные изменения в эмиссионные документы с согласия представителя владельцев облигаций[8] (без необходимости проведения общего собрания держателей), которые не являются существенными для инвесторов (например, не касаются сроков и размеров платежей по бумагам).

Эмитент и/или владельцы облигаций могут быть заинтересованы в наделении представителя такими полномочиями, или наоборот — не заинтересованы. Поэтому оптимальным будет следующий подход: законодательство устанавливает минимальные требования к полномочиям представителя, предоставляя право изменять их в эмиссионных документах в сторону увеличения (или уменьшения — в зависимости от существа требования).

ОБЯЗАННОСТЬ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ ИСПОЛНЯТЬ ЛЮБОЕ РЕШЕНИЕ ОБЩЕГО СОБРАНИЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Согласно законопроекту, представитель владельцев ценных бумаг обязан исполнять любое решение общего собрания облигационеров. При этом законопроект требует устанавливать максимальный размер оплаты услуг представителя держателей облигаций в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Такая безусловная обязанность представителя облигационеров исполнять любое решение общего собрания владельцев облигаций и ограничение максимального размера его вознаграждения означает для него риск несения расходов, примерный размер которых невозможно заранее оценить. Это, в свою очередь, может привести либо к тому, что профессиональные участники не станут оказывать услуги представителя, либо к тому, что размер вознаграждения представителя будет очень высоким.

Для устранения такого риска законодательство должно предусматривать, что представитель владельцев облигаций должен исполнять решение общего собрания держателей, если (1) такая обязанность в отношении определенных (конкретных) решений прямо установлена в эмиссионных документах, либо (2) при условии возмещения владельцами облигаций представителю расходов на исполнение такого решения.

ОБЯЗАТЕЛЬНОЕ НАЗНАЧЕНИЕ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

В соответствии с законопроектом назначение представителя владельцев облигаций является обязательным, если долговые бумаги размещаются по открытой подписке. Такое требование является излишним и может повлечь существенное удорожание процедуры выпуска облигаций в тех случаях, когда полномочия представителя облигационеров не требуются (например, в выпусках облигаций с коротким сроком обращения; или в выпусках облигаций, которые не будут обращаться на фондовой бирже).

Назначение представителя владельцев ценных бумаг не должно требоваться в обязательном порядке в законодательстве, и необходимость его назначения должна определяться условиями конкретного выпуска (и пожеланиями инвесторов). В случае если представитель держателей не назначается эмитентом (не избирается владельцами облигаций), инвесторам предоставляется право осуществлять свои права по отношению к эмитенту (иному должнику по бумагам) напрямую.

[8] *В тех случаях, когда это предусмотрено решением о выпуске облигаций.*