В настоящее время в российской инвестиционной и юридической среде активно обсуждается тема внедрения в российскую практику выпуска облигаций параллельной выдачи юридического заключения о «чистоте» выпуска долговых ценных бумаг. Представители российского облигационного рынка все чаще высказывают сомнения относительно пользы этого документа. Между тем, на базе Национальной фондовой ассоциации (НФА) совместно с юридической фирмой «Вегас-Лекс» был разработан проект под названием «Правила выдачи юридической оценки по облигационным займам российских эмитентов (legal opinion)», который носит рекомендательный характер и представляет собой методические рекомендации НФА.

Проверенные ОБЛИГАЦИИ

Целью разработки настоящих Правил является внедрение в практику российского финансового рынка общепризнанных мировых стандартов выпуска и размещения корпоративных облигаций, одним из которых является выдача юридического заключения *(англ. — legal opinion)* по облигационному займу, а также создание дополнительных механизмов юридической защиты владельцев облигаций.

Задачи, которые должны достигаться эмитентом и организатором выпуска облигаций с помощью выдачи инвесторам юридического заключения (legal opinion):

— **Репутационная.** Выпуск и размещение облигаций российского эмитента становится наиболее приближенным к мировым стандартам, где юридическое заключение (legal opinion) является неотъемлемым документом при выпуске и размещении ценных бумаг.

— **Бизнес-задача.** Эмитент становится более «прозрачным» и понятным для инвесторов, особенно для иностранных, с точки зрения управления правовыми рисками, возникающими в случае приобретения облигаций.

Правила носят рекомендательный характер и применяются исключительно на усмотрение эмитента выпуска облигаций и его юридического консультанта.

ФОРМА ЮРИДИЧЕСКОЙ ОЦЕНКИ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА РОССИЙСКОГО ЭМИТЕНТА

Под юридическим заключением (legal opinion) подразумевается профессиональное независимое заключение юридического консультанта относительно всевозможных правовых аспектов сделки по выпуску и планируемому размещению облигаций на российском долговом рынке, включая комплексную проверку законности выпуска ценных бумаг с точки зрения соответствия применимому праву юридического статуса эмитента и/или лица, предоставляющего обеспечение по облигациям (при наличии), и принимаемых ими решений в рамках и по завершении эмиссионных процедур, а также непосредственно разъяснение о применимом праве, способах защиты прав владельцев облигаций, в том числе о порядке разрешения споров в судебном и внесудебном порядке.

Применительно к настоящим правилам под юридическим консультантом понимается российская или иностранная юридическая фирма или российское адвокатское бюро, рекомендованное ведущими международными юридическими справочниками (Legal 500, Chambers Europe) для оказания юридических услуг в сфере Banking &

Виктор ЮЗЕФОВИЧ,
старший юрист, юридическая фирма «Вегас-Лекс»

Finance, Corporate & M&A, Dispute Resolution, Capital Markets.

Договор на оказание юридических услуг с юридическим консультантом в целях выдачи юридического заключения (legal opinion) по общему правилу заключается эмитентом или организатором выпуска облигаций.

ТРЕБОВАНИЯ К LEGAL OPINION

Учитывая то обстоятельство, что выдача юридического заключения (legal opinion) не регулируется российским законодательством, что означает отсутствие каких бы то ни было требований к содержанию, оформлению, объему и иным характеристикам указанного документа, при подготовке и выдаче юридического заключения (legal opinion) эмитент, организатор, привлеченный юридический консультант руководствуются исключительно принятыми на себя обязательствами в рамках договора об оказании юридических услуг, а также принятыми юридическим консультантом внутренними стандартами выдачи такого рода юридических заключений.

Вместе с тем, Правила рекомендуют описанную структуру и содержание юридического заключения (legal opinion) по облигационному займу российского эмитента.

Оно должно состоять как минимум из четырех основных разделов, включая:

- предмет юридического заключения;
- заключение (то есть выводы, сделанные юридическим консультантом);
- оговорки;
- приложения.

Раздел **«Предмет юридического заключения»** должен содержать в себе следующую информацию:

- информацию об эмитенте (регистрационные данные, включая фирменное наименование, ОГРН, ИНН, КПП), а также краткие сведения о группе лиц, в которую входит эмитент, с указанием аффилированных лиц, дочерних, зависимых, материнской компании, акционеров эмитента;
- информацию о категории выпускаемых ценных бумаг, их количестве, номинальной стоимости, сроке погашения (включая возможность досрочного погашения);
- информацию о предоставленном обеспечении по облигациям (если таковое предоставляется) и лице, предоставляющем обеспечение по облигациям (если такое лицо не входит в одну группу с эмитентом, следует указать на его принадлежность и структуру акционеров);
- информацию о предоставленном обеспечении по облигациям (если таковое предоставляется) и лице, предоставляющем обеспечение по облигациям (регистрационные данные, включая фирменное наименование, ОГРН, ИНН, КПП; если такое лицо не входит в одну группу с эмитентом, следует указать на его принадлежность и структуру акционеров);
- сведения об организаторах выпуска облигаций (фирменное наименование, ОГРН, сведения о дате и номере договора на организацию облигационного займа, заключенного между организатором и эмитентом).

Заключение содержит следующие данные:

- применимое законодательство;
- соответствие применимому праву юридического статуса эмитента;
- наличие необходимых решений эмитента, включая, но не ограничиваясь решением уполномоченных органов управления об одобрении сделки по выпуску облигаций по критерию крупности и/или заинтересованности в ее совершении, а также их абсолютная легитимность, то есть соответствие применимому праву и внутрикорпоративным процедурам эмитента;
- соответствие применимому праву юридического статуса лица, предоставившего обеспечение;
- предоставленное обеспечение: соответствие применимому праву;
- наличие необходимых решений лица, предоставившего обеспечение, включая, но не ограничиваясь решением уполномоченных органов управления об одобрении сделки по обеспечению выпуска облигаций по критерию крупности и/или заинтересованности в ее совершении, а также их абсолютная легитимность, то есть соответствие применимому праву и внутрикорпоративным процедурам лица, предоставившего обеспечение;
- оферта эмитента о выкупе облигаций: соответствие применимому праву (включая соблюдение формальных требований законодательства, отсутствие нарушений законодательства об АО, ООО), соответствие внутрикорпоративным процедурам эмитента;

> ЮРИДИЧЕСКОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ ПО ВЫПУСКУ ОБЛИГАЦИЙ НИ В КОЕМ СЛУЧАЕ НЕ МОЖЕТ И НЕ БУДЕТ ДУБЛИРОВАТЬ ПОЛОЖЕНИЯ ЭМИССИОННЫХ ДОКУМЕНТОВ И СООТВЕТСТВУЮЩИХ ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫХ И ПОДЗАКОННЫХ АКТОВ

- возможность досрочного погашения облигаций: механизм, сроки, порядок действий эмитента и владельцев облигаций, соответствие применимому законодательству;
- способы защиты прав владельцев облигаций, включая возможности судебной защиты (с описанием возможных исков); подсудность споров, включая действительность договорной подсудности и применимость третейской оговорки (при наличии таковых).

Раздел **«Оговорки»** должен содержать в себе следующую информацию:

- обнаруженные в ходе подготовки юридического заключения правовые риски и последствия их наступления для эмитента или лица, предоставившего обеспечение, и владельцев облигаций;
- пробелы в применимом законодательстве в части регулирования отношений по поводу облигационного займа;
- отсутствие или наличие единообразия судебной практики арбитражных судов и судов общей юрисдикции по спорам, связанным с неисполнением обязательств по облигациям, нарушением прав владельцев облигаций эмитентом или лицом, предоставившим обеспечение.

В раздел **«Приложения»** включается следующая информация:

- различного рода схемы, например описывающие группу лиц, в которую входит эмитент и/или лицо, предоставившее обеспечение;
- список использованных в ходе подготовки юридического заключения документов;

• список использованных в ходе подготовки юридического заключения нормативно-правовых актов, судебных актов, доктринальных и иных источников;

• официальные документы эмитента (копии), имеющие значимый характер и несущие в себе какие-либо правовые риски либо, наоборот, эти риски устраняющие;

Legal opinion оформляется на русском языке. Кроме того, юридическое заключение может быть дополнительно оформлено на английском языке.

ПРОЦЕДУРЫ И УСЛОВИЯ ВЫДАЧИ ЮРИДИЧЕСКОГО ЗАКЛЮЧЕНИЯ (LEGAL OPINION)

Подготовка юридического заключения (legal opinion) осуществляется ориентировочно за месяц до планируемой даты размещения облигаций.

Legal opinion предоставляется приобретателю облигаций эмитентом через организации, осуществляющие реализацию займа на публичном рынке.

При внесении изменений и дополнений в эмиссионные документы облигационного займа, в отношении которого было выдано юридическое заключение (legal opinion), рекомендуется выдача дополнительного заключения. Копия основного документа, а также дополнительное юридическое заключение направляется в НФА.

В процессе обсуждения проекта правил обнаружилось, что у него есть как сторонники, так и ярые противники. Учитывая то, что автор статьи выступает за внедрение этого инструмента и является одним из разработчиком приводимого текста правил, на фоне большого количества «за» более правильным все-таки будет комментировать некоторые из высказанных «против».

ПЕРВОЕ «ПРОТИВ»

Практический смысл документа неясен. Все, что предлагается в него вносить, и так есть в соответствующих документах (проспект эмиссии и др.) и законах, за исключением судебной практики, которая, в свою очередь, зависит от региона и не является стандартом. Инвесторам мало поможет наличие такого юридического заключения.

Комментарий. Юридическое заключение по выпуску облигаций ни в коем случае не может и не будет дублировать положения эмиссионных документов и соответствующих законодательных и подзаконных актов. Юридическое заключение — это не переписанный закон или договор. Юридическое заключение — это квалифицированное мнение внешнего юридического консультанта о соблюдении (применении) законодательства и корпоративных процедур эмитентом и лицом, предоставляющим обеспечение по облигациям. Такого мнения эмиссионные документы содержать априори не могут. Последние представляют собой формальный документ, содержащий набор необходимой для выпуска бумаг информации.

> «СМЫСЛ LEGAL OPINION СОСТОИТ В ТОМ, ЧТОБЫ СДЕЛАТЬ ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ БОЛЕЕ ПРОЗРАЧНЫМ И ПОНЯТНЫМ ДЛЯ РЫНКА»

Судебная практика по облигациям в разных регионах не отличается, напротив, практика по одним и тем же вопросам (правовым аспектам выпуска облигаций) единообразна (по крайней мере, такое единообразие предполагается, исходя из законодательства РФ). Если же есть какое-то расхождение, то оно в обязательном порядке должно быть указано в юридическом заключении. Как раз в этом и состоит его польза.

ВТОРОЕ «ПРОТИВ»

Большинство положений юридического заключения дублируют информацию, изложенную в эмиссионных документах. В связи с этим возникают вопросы о необходимости отражения в юридическом заключении информации, изложенной в эмиссионных документах, тем более что в случае противоречий между юридическим заключением и эмиссионными документами преимущественную силу должны иметь документы, регистрируемые ФСФР.

Комментарий. Юридический консультант в выдаваемом юридическом заключении ни в коем случае не будет подменять роль ФСФР. Это два разных института: ФСФР дает свою оценку — оценку государственного органа, регулятора, регистрируя выпуск или отказывая в этом. В свою очередь, юридический консультант должен выдавать юридическое заключение уже на стадии регистрации выпуска облигаций, осуществляя полный анализ всей сделки и, в конечном счете, выражая свое мнение относительно соблюдения всех корпоративных процедур и законодательства эмитентом, законности регистрации самого выпуска и возможности его последующего размещения.

ТРЕТЬЕ «ПРОТИВ»

Каков смысл юридического заключения? Этот документ не обязателен к раскрытию и его предлагается представлять приобретателю облигаций.

Комментарий. Смысл юридического заключения состоит в том, чтобы сделать выпуск облигаций более прозрачным и понятным для рынка.

Инвесторы, которые, как правило, очень редко читают эмиссионные документы по выпуску облигаций (это показали недавние события), из небольшого по объему юридического заключения смогут увидеть: 1) какие и кем были приняты решения, предшествовавшие выпуску облигаций, их достаточность; 2) какие способы зашиты могут быть применены владельцем облигаций в случае нарушения его прав и так далее.

Что же касается публичного раскрытия документа, то это должно быть исключительно доброй волей эмитента: принудить опубликовать такой документ в любом случае нельзя, в данном случае это право эмитента или, скорее, возможность сделать свой выпуск еще более привлекательным и прозрачным для инвесторов.

ЧЕТВЕРТОЕ «ПРОТИВ»

Правила не предусматривают обязательную ответственность юридической компании за недостоверные выводы в заключении либо за умышленное введение в заблуждение инвесторов относительно, например, перспектив взыскания дефолтных облигаций. Отсутствие возможности привлечь юридических консультантов к ответственности за выданное заключение в значительной степени нивелирует ценность подобного

документа, не стимулирует юридических консультантов проводить тщательную проверку и отражать в заключении объективные выводы.

Комментарий. Вряд ли крупная публичная юридическая компания станет вводить в заблуждение кого-либо. Репутация — это единственный актив юридической фирмы, который не продается и не покупается ни за какие деньги. В этой связи вряд ли описанная ситуация возможна. Однако даже если такое случится, гражданское законодательство закрепляет целый ряд инструментов, с использованием которых можно привлечь к ответственности то или иное лицо, в том числе юридическую фирму. Главное — уметь правильно пользоваться механизмами, которые лежат на поверхности, но которые, к сожалению, многие просто не замечают.

Кроме того, юридическое заключение не может отражать «перспективы взыскания дефолтных облигаций» уже только лишь потому, что это заключение о чистоте выпуска, а не о взыскании с кого-либо денежных средств. Более того, оценивать перспективы взыскания (необязательно применительно к выпуску облигаций) — это задача, выполняемая в рамках другого заключения — на стадии соответствующей досудебной или судебной работы, когда такая ситуация возникла (например, произошел дефолт).

ПЯТОЕ «ПРОТИВ»

Правила не регламентируют процедуру выбора и квалификационные требования к юридическим фирмам, которые могут выдавать заключения. Указанный в правилах критерий рекомендации юридических фирм ведущими юридическими справочниками является необъективным. При разработке критериев отбора юридических фирм должны быть учтены требования антимонопольного законодательства.

Комментарий. Никакие правила не должны устанавливать обязательные критерии выбора юридических фирм для выдачи юридических заключений. Каждый участник рынка ценных бумаг вправе (должен) сам это делать. Более того, предлагаемые критерии выбора консультантов из ведущих международных юридических справочников наиболее оправданы, учитывая то, что «случайных» юридических фирм в них просто нет.

Что касается антимонопольного законодательства, то следует отметить, что оно применяется лишь в случае, когда имеет место заключение какого-либо договора, осуществление каких-либо согласованных действий, которые направлены на ограничение конкуренции. В данном случае предлагаемые правила — это лишь методический материал, на который никакие антимонопольные требования априори не могут распространяться.

Это лишь некоторые из высказанных «против», но даже наличие таких возражений является определенным сигналом того, что рынок реагирует на такое нововведение, пусть и на уровне саморегулирования.

Будем надеяться, что в ближайшее время этот инструмент будет активно внедрен в российскую практику размещения корпоративных облигаций и станет нормальным обычаем делового оборота на рынке ценных бумаг.

организаторы:

CBONDS FINANCIAL INFORMATION

PREQVECA private equity venture capital

IPO 2010

10 июня 2010 года

Москва, гостиница Националь

генеральный спонсор:

Фондовая биржа ММВБ

MICEX Stock Exchange

юридический партнер:

АДВОКАТСКОЕ БЮРО ЕГОРОВ ПУГИНСКИЙ АФАНАСЬЕВ И ПАРТНЕРЫ

спонсоры:

EASTLAND Capital

БЕЙКЕР ТИЛЛИ РУСАУДИТ

wiener borse.at

cbonds-congress.com/events/63/