За последние два года участники российского долгового рынка не раз становились свидетелями ожесточенных сражений между инвесторами и эмитентами, выяснявшими, кто прав, кто виноват и кто на что право имеет. Именно юристы оказались теми самыми «санитарами рынка», кому за время «двухлетней войны» пришлось побывать по обе стороны баррикад. О том, какова статистика побед и поражений, будут ли усвоены уроки кризиса и какое оно, светлое будущее облигационного рынка в России, в интервью Cbonds Review рассуждает Виктор Юзефович, старший юрист юридической фирмы «Вегас-Лекс».

«Инвесторы в России не готовы к активной защите прав»

– Какие впечатления у вас оставили два прошедших «дефолтных» года на рынке облигаций?

– Это был очень тяжелый и напряженный период для всего рынка, причем как для эмитентов, так и для инвесторов. Хватило работы и юристам. Стало понятно, что облигации — это действительно очень рискованная инвестиция, о чем, кстати, предупреждалось во многих проспектах эмиссий компаний, допустивших дефолты. Кроме того, стало очевидно, что российское законодательство и российская судебная система неспособны эффективно защитить права владельцев облигаций. Ведь даже получив судебный акт о взыскании денежных средств с эмитента, многие инвесторы так и не смогли вернуть деньги. А все потому, что российская правовая действительность такова, что вы не можете привлечь к ответственности собственника компании — эмитента, его конечного бенефициара, третьих лиц, входящих в группу лиц, подконтрольных этому бенефициару или эмитенту. В России многим юристам просто «тесно» в таком правовом поле, им достаточно сложно реализовывать реальные механизмы защиты. При этом, например, в США уже давно существует и активно применяется судами принцип «поднятия корпоративной вуали», с использованием которого привлекать к ответственности за убытки можно неограниченное количество лиц, подконтрольных бенефициару либо иным образом связанных с ним, доказав, что активы первоначального должника использовались этими лицами, были злонамеренно переведены на них и так далее.

Скажу честно, что многие мои клиенты — владельцы облигаций уже на стадии переговоров о взыскании с эмитента денежных средств отдавали себе отчет в бесполезности этих прений, понимая, что проще договориться, получив хотя бы 10–30% от причитающихся сумм. Конкретной статистикой и цифрами я не владею, но, будучи очень глубоко погруженным в тему, могу предположить, что из тех, кто судился с эмитентами и получил положительное решение суда, реально вернули деньги максимум 5% от общего числа инвесторов на рынке. Вот такие неутешительные данные. 95% остались ни с чем по причине банкрот-

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

ства эмитента либо банального вывода активов.

– Несмотря на все сложности российской правовой системы, работать в кризис было интересно?

– Приходилось очень много работать с клиентами по вопросам облигационных правоотношений, начиная с простого консультирования по выбору надлежащего способа защиты в случае дефолта и заканчивая сопровождением судебных споров или реструктурированием облигационного займа. Когда кризис только начался, казалось, что все будет просто, так как облигация — это ведь ни что иное, как договор займа. Но, копнув глубже, мы поняли, что в плане судебной защиты нюансов, от которых зависит исход дела, очень много. Фактически за два прошедших года все юристы, в том числе судьи, получили новую квалификацию, так как ранее подобных споров в судах не было.

– Были споры, о которых стоит упомянуть отдельно?

– Особенно запомнилась реструктуризация облигационного займа компании «Белон», которую мы проводили совместно с «ВТБ Капиталом».

Это была очень значимая сделка на рынке, все ее ждали, так как речь шла о достаточно крупном эмитенте. Менеджмент компании был настроен очень положительно по отношению к инвесторам и рассматривал любые судебные тяжбы как крайне негативный сценарий для себя, заботясь о сохранении деловой репутации. Изучив внимательно эмиссионные документы, которые до нас готовил другой юридический консультант, мы нашли множество правовых аспектов, которые позволили провести в целом очень успешную сделку по реструктуризации. Суть заключалась в том, что оферта не обеспечивалась поручительством материнской компании, тогда как рынок был почему-то убежден в обратном (видимо, инвесторы не очень внимательно прочитали проспект перед приобретением бумаг). Некоторые держатели до сих пор воспринимают эту сделку, в том числе мое участие в переговорах, как личную обиду, хотя когда речь идет о бизнесе, эмоции излишни.

Была еще попытка собрать грандиозный пул инвесторов компании МАИР, которые до сих пор так и не увидели своих денег. Предложенная мною схема взыскания предполагала объединение интересов в рамках одной управляющей компании. На ее депозит планировалось передать все бумаги. Созданная структура должна была выступить истцом в иске против МАИРа в российских судах и в судах иностранных юрисдикций (речь шла про иностранное участие в компании, что давало возможность использовать механизм «поднятия корпоративной вуали»). Мы проделали грандиозную работу, инвесторам очень понравилась стратегия, но когда дело дошло до практической реализации, все держатели попросту «сдулись». Для меня это стало лишним подтверждением того, что инвесторы в России не готовы к активной защите прав.

И еще один интересный момент из моей практики: в январе 2010 года мне удалось побывать в Нью-Йорке и обменяться опытом со своими коллегами в одной из ведущих юридических фирм США в сфере разрешения споров. Я был удивлен, узнав, что ряд американских инвесторов, владеющих «дефолтными» облигациями российских эмитентов, обратились к американским адвокатам, чтобы изучить перспективы обращения с исками в американские суды к формальным собственникам этих эмитентов — оффшорным компаниям и их конечным бенефициарам. И надо сказать, что это очень известные в России имена. Не знаю, какие были даны в результате рекомендации, но, тем не менее, такой подход является правильным: необходимо искать максимальное количество способов защиты, в том числе через иностранные юрисдикции.

– Что, по вашему мнению, сейчас представляет наибольшую угрозу для владельцев облигаций в плане юридических рисков?

– Самая главная угроза — это отсутствие закрепленных на законодательном уровне механизмов консолидации мнения облигационеров, в том числе с целью судебной защиты своих прав. С конца 2008 года и до конца 2009 года, когда количество дефолтов, следовавших за ними реструктуризаций и банкротств эмитентов измерялось десятками, инвестиционное и юридическое сообщество очень активно обсуждало необходимость введения институтов общего собрания владельцев облигаций и их представителя. В эту дискуссию включился и регулятор. Между тем, все так и осталось на уровне разговоров — соответствующие изменения к Закону о рынке ценных бумаг так и не были приняты. Вот увидите, если через десять лет опять случится кризис и рынок облигаций захлестнут дефолты, инвесторы и законодатели снова начнут возмущаться, сокрушаясь, почему тогда эта инициатива не была воплощена в реальный законодательный акт. Видимо, пассивные настроения в инвестиционной среде преобладают.

– А как же недавно принятые изменения в процессуальное законодательство, которые, насколько я понимаю, позволяют защищать интересы группы лиц? Они эффективны в целях консолидированной защиты прав владельцев облигаций?

– Да, действительно, такие изменения были приняты. Однако они не выдерживают никакой критики. Норма сформулирована настолько некорректно и ущербно, что любая попытка владельцев облигаций воспользоваться ею обернется провалом и зря потраченным временем и средствами. Примером ущербности этой нормы может служить, например, недавно рассмотренный Арбитражным судом города Москвы групповой иск владельцев облигаций о взыскании убытков с эмитента ООО «Группа Компаний Заводы Гросс» и ряда иных связанных с ним компаний, который закончился не самым лучшим образом для владельцев облигаций.

Этот процесс лишний раз подтверждает, что правоприменительная и законодательная техника в России еще очень сильно отстает от западной, а особенно от стран, где действует прецедентное право, как, например, в Англии, где, как известно, инвесторы чувствуют себя очень комфортно.

– В инвестиционном сообществе сейчас активно обсуждается вопрос внедрения юридического заключения о чистоте облигационного займа. Нужен ли, по вашему мнению, этот инструмент в российской практике размещения облигационных займов?

– Да, на этот счет сейчас много дискуссий. Возникли они на фоне все той же волны дефолтов. Правда, разговоры при этом свелись к тому,

может ли legal opinion защитить инвестора от дефолта! Ответ, мне кажется, лежит на поверхности: конечно же, нет. Legal opinion лишь отражает ряд юридических аспектов выпуска облигаций, включая соблюдение эмитентами всех корпоративных процедур при совершении сделки, то есть ее юридическую чистоту. А дефолт связан с наличием либо отсутствием у эмитента денежных средств, а также желанием либо нежеланием эмитента платить по своим обязательствам. Как показала практика дефолтов двух прошлых лет, речь может идти о наличии каждого из указанных обстоятельств, а значит никакой legal opinion не в состоянии предупредить дефолт. Активное внедрение и использование legal opinion — это, в первую очередь, показатель высокой деловой культуры эмитента, да и инвестиционного сообщества в целом. Весь западный мир, на который мы стремимся быть похожими во всем, уже давно активно использует этот инструмент и не спорит на тему того, нужен он или нет, как это происходит у нас. Недавний пример использования legal opinion банком «Петрокоммерц» при выпуске своих облигаций является очень показательным для всего рынка.

– Что ждет Россию в ближайшие несколько лет в контексте развития законодательства о рынке ценных бумаг и в целом создания полноценной инфраструктуры рынка ценных бумаг?

– Если будет реализована Концепция создания международного финансового центра в России, разработанная и внедренная Минфином РФ, то нас ждет действительно светлое будущее. И надо сказать, что первые подвижки к этому есть: в начале августа был принят закон о противодействии инсайду, на стадии принятия находится закон о биржах и организованных торгах. Возможно, все же появятся финансовые суды.

В любом случае, все зависит от активного и цивилизованного лоббирования инвестиционным сообществом своих интересов на уровне государства. Пока что это лоббирование осуществляется самыми крупными игроками рынка — окологосударственными, олигархическими структурами. Более мелкие игроки, к сожалению, все еще не сумели консолидировать свои силы.

Конференция
RUSSIAN MONEY MARKET
СОВРЕМЕННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

ЕЖЕГОДНАЯ ПРАКТИЧЕСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ ПО ДЕНЕЖНОМУ РЫНКУ В РОССИИ

СРЕДИ ДОКЛАДЧИКОВ:

Алексей Улюкаев
Первый Заместитель Председателя ЦБ РФ

Рубен Аганбегян
Президент ММВБ

Олег Вьюгин
Председатель Совета Директоров «МДМ-Банка»

В обсуждении ключевых аспектов развития современного валютного рынка примут участие представители государства, ведущие специалисты российских и зарубежных компаний, частные инвесторы – все, кто заинтересован в развитии денежного рынка в России.
Регистрация участников продолжается на сайте конференции.

moneymarket.prime-tass.ru

18 ноября 2010 г. Renaissance Moscow Hotel, Москва

Организаторы: ПРАЙМ-ТАСС АГЕНТСТВО ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ИНФОРМАЦИИ, DOWJONES A News Corporation Company

Генеральный партнер: ММВБ MICEX
Официальный партнер: ING
При поддержке: НАУФОР
Генеральный радио партнер: 87,5 BUSINESS FM
Официальный медиапартнер: Финанс. Деловой журнал
Информационные партнеры: rbc.ru, The Moscow Times, Эксперт, D', Financial Bonds Information, Сити-FM