Алексей КУХАРЕВ,
советник в московском офисе, международная юридическая фирма Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP

В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫМИ СПОСОБАМИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, В ТОМ ЧИСЛЕ — ЭМИТЕНТА ПЕРЕД ВЛАДЕЛЬЦЕМ ДОЛГОВОЙ ЦЕННОЙ БУМАГИ, ЯВЛЯЮТСЯ ЗАЛОГ И ПОРУЧИТЕЛЬСТВО. НА ЗАПАДЕ ДЛЯ ГИБКОГО УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ КРЕДИТОРОВ НЕРЕДКО ИСПОЛЬЗУЮТСЯ ТАКЖЕ ТАКИЕ ДОГОВОРНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, КАК «НЕГАТИВНЫЙ» ЗАЛОГ И СУБОРДИНАЦИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ. МНОГИЕ ЗАПАДНЫЕ АВТОРЫ ХОТЬ И НЕ ОТНОСЯТ ИХ К ОБЕСПЕЧЕНИЮ (SECURITY) В ЧИСТОМ ВИДЕ, ТЕМ НЕ МЕНЕЕ ОТМЕЧАЮТ, ЧТО ОНИ МОГУТ ВЫПОЛНЯТЬ КВАЗИОБЕСПЕЧИТЕЛЬНУЮ ФУНКЦИЮ (QUASI-SECURITY), ТО ЕСТЬ ПРЕДОСТАВЛЯТЬ КРЕДИТОРАМ ПРАВА, СХОЖИЕ С ТЕМИ, КОТОРЫЕ ОНИ ИМЕЮТ ПРИ ПОЛУЧЕНИИ ОБЫЧНОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ. МЫ ПРЕДЛАГАЕМ ПРОАНАЛИЗИРОВАТЬ МЕХАНИЗМ РАБОТЫ ЭТИХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, А ТАКЖЕ РАССМОТРЕТЬ, ЕСТЬ ЛИ ВОЗМОЖНОСТЬ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ.

«Негативный» залог и субординация обязательств: есть ли жизнь в России

«НЕГАТИВНЫЙ» ЗАЛОГ

Одним из наиболее ярких примеров квазиобеспечительных обязательств является «негативный» залог, то есть обязательство заемщика, поручителя или залогодателя воздержаться от предоставления обеспечения третьим лицам без разрешения кредитора. Основной целью указанного обязательства является: в отношении предмета обеспечения — сохранение приоритета кредитора, в пользу которого дано обязательство о «негативном» залоге; а в отношении необремененного имущества — обеспечение равенства прав всех кредиторов.

Обязательство о «негативном» залоге в отношении предмета обеспечения

Обязательство о негативном залоге в пользу обеспеченного кредитора дается лицом, предоставляющим обеспечение, и служит для обеспечения приоритета прав существующего залогодержателя в отношении такого имущества. Такое обязательство включает в себя два элемента: во-первых, общее правило о том, что право кредитора в отношении заложенного имущества имеет приоритет перед залогодержателями, чье право возникло хронологически позже; и, во-вторых, обязательство залогодателя не обременять имущество, заложенное в пользу кредитора, в обеспечение обязательств других лиц (даже в случае, если такое обременение дает новому залогодателю меньший приоритет, чем приоритет залогодателя, в пользу которого установлено правило «негативного» залога). В российском законодательстве оба указанных элемента «негативного» залога в пользу обеспеченного кредитора закреплены в статье 342 ГК РФ, в которой указано, что *«если имущество, находящееся в залоге, становится предметом еще одного залога в обеспечение других требований (последующий залог), требования последующего залогодержателя удовлетворяются из стоимости этого имущества после требований предшествующих залогодержателей»* и что *«последующий залог допускается, если он не запрещен предшествующими договорами о залоге»*. Оба этих элемента являются диспозитивными в обычной практике, однако в отношении сделок на рынке ценных бумаг правило «негативного» залога очень часто имеет императивный

характер. В частности, в соответствии со статьей 3 Закона об ипотечных ценных бумагах, последующий залог закладных, составляющих ипотечное покрытие, не допускается. Хотя аналогичного запрета в отношении обычных облигаций, обеспеченных залогом, не предусмотрено, из установленной в законе процедуры обращения взыскания можно сделать вывод о том, что обеспеченные держатели облигаций, скорее всего, всегда будут иметь приоритет при обращении взыскания на обеспечение по таким обязательствам, если последующий залог по ним вообще возможен.

Обязательство о «негативном» залоге в пользу необеспеченного кредитора

В международных сделках обязательство «негативного» залога часто устанавливается в отношении необремененного имущества заемщика (эмитента). Основной целью такого обязательства является обеспечение равенства кредиторов в случае несостоятельности заемщика. То есть фактически кредитор, в пользу которого установлено обязательство «негативного» залога, запрещает заемщику устанавливать приоритет в отношении части своего имущества в пользу другого кредитора, обеспечивая себе равную с другими кредиторами вероятность удовлетворения его обязательств. В международной практике «негативный» залог, наряду с договорной субординацией, о которой речь пойдет ниже, часто используется при выпуске эмитентом необеспеченных облигаций, так как позволяет держателям бумаг добиться более гибкого управления риском в отношении заемщика, а также в кредитных обязательствах.

В российской практике условие о «негативном» залоге в отношении необремененного имущества заемщика набирает популярность. Положения о «негативном» залоге можно довольно часто встретить в кредитной документации российских банков. Указанное положение также нередко используется в документации, оформляющей выпуск российских ипотечных ценных бумаг. В то же время необходимо отметить, что на рынке необеспеченных российских облигаций потенциал указанного положения раскрыт еще недостаточно. Одна из причин заключается в том, что довольно продолжительное время в российской практике не было ясности в отношении возможности принудительного исполнения «негативных» обязательств. Только в информационном письме № 147 от 13 сентября 2011 года *«Обзор судебной практики разрешения споров, связанных с применением положений Гражданского кодекса Российской Федерации о кредитном договоре»* президиум Высшего арбитражного суда Российской Федерации подтвердил, что включение в кредитный договор условий, ограничивающих деятельность заемщика (включая обязательство воздерживаться до полного возврата кредита от заключения договоров поручительства, по которым заемщик выступал бы поручителем по обязательствам третьих лиц, а также не предоставлять свое имущество в залог как по своим обязательствам, так и по обязательствам третьих лиц), не направлено на ограничение правоспособности или дееспособности ответчика и при нарушении заемщиком названных обязанностей кредитор имеет право в случаях, предусмотренных договором, потребовать досрочного возврата кредита. Указанное информационное письмо снижает правовые риски применения положения об отрицательном залоге и при выпуске российских облигаций.

Положительный «негативный» залог

Из вышесказанного не трудно заключить, что «негативный» залог в классическом понимании, а именно договорное обязательство заемщика воздержаться от залога его имущества третьим лицам, не создает обеспечительного интереса в каком-либо имуществе. Будучи лишь договорным ограничением правоспособности заемщика, «негативный» залог дает кредитору только обязательственные способы защиты нарушенных прав, при этом кредитор имеет весьма ограниченную возможность требовать исполнения такого обязательства в натуре, даже в случае, когда оно дается в отношении заложенного имущества. В частности, залогодержатель, в пользу которого установлен «негативный» залог, имеет очень ограниченную возможность оспорить сделку, заключенную в нарушение положений о «негативном» залоге. В постановлении Пленума ВАС РФ от 08.12.2009 №10683/09 отмечается, что в случае нарушения залогодателем правил о последующем залоге отсутствуют основания для признания последующего залога недействительным, при этом залогодержатель вправе потребовать досрочного исполнения обеспеченного залогом обязательства. Таким образом, в распоряжении кредитора, в пользу которого установлен последующий залог, находятся только такие средства правовой защиты, как досрочное истребование долга и требование о возмещении убытков. В связи с таким недостатком «негативного» залога в английской практике была разработана доктрина положительного «негативного» залога. В соответствии с ней обязательство не предоставлять обеспечение третьим лицам дополняется специальным условием. Согласно ему, в случае если обременение все-таки будет создано в нарушение положений о «негативном» залоге, либо заемщик (эмитент) будет обязан предоставить в залог кредитору, в пользу которого было установлено правило «негативного» залога, такое же по стоимости обеспечение, либо в договоре предусматривается механизм, в соответствии с которым у кредитора, в чью пользу установлен «отрицательный» залог, автоматически возникает право залога на то же имущество, в отношении которого правило о «негативном» залоге было нарушено. Причем такой кредитор считается первичным залогодержателем. Указанные условия тем не менее не всегда эффективно позволяют исправить недостатки обязательственной сущности «отрицательного» залога на практике, учитывая требования английского права о недействительности обеспечения, если оно не будет зарегистрировано в установленные законом сроки. Отдельная проблема такого положительного «отрицательного» залога — идентификация заложенного имущества, в отношении которого обеспечительный интерес возникает, так как в случае автоматического предоставления в залог имущества определить его заранее не получится. Схожие проблемы возникнут и при использовании указанного механизма в российской практике.

ДОГОВОРНАЯ СУБОРДИНАЦИЯ ТРЕБОВАНИЙ КРЕДИТОРА

В соответствии с английским правом кредитор (если он является обеспеченным) может либо согласиться изменить приоритет (очередность) своих требований по обеспечительному обязательству в пользу другого держателя того же обеспечения, либо (если кредитор является необеспеченным) подчинить свое право требования по необеспеченному обязательству требованию других необеспеченных кредиторов. Как

МНЕНИЕ

Владимир ДРАГУНОВ,
партнер, Baker & McKenzie

Сергей САМОХВАЛОВ,
старший юрист, Baker & McKenzie

Правовое регулирование обеспечения в России до сих пор остается недостаточно проработанным. В настоящий момент перечень допустимых видов обеспечения по выпускаемым российскими компаниями облигациям установлен Федеральным законом № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года. В качестве обеспечения может выступать только поручительство, банковская гарантия, государственная гарантия или залог ценных бумаг или недвижимого имущества.

На практике в силу разных причин востребованы только поручительство и государственные гарантии в ограниченном объеме. К примеру, использование банковской гарантии, как правило, не оправдано с точки зрения дополнительных затрат эмитента на ее покупку, в результате чего повышается реальная конечная ставка по облигациям. Залог недвижимого имущества сложно реализуем с технической точки зрения. Кроме того, если в собственности эмитента есть дорогостоящее недвижимое имущество, заемщику проще договориться с банком о предоставлении кредита под залог недвижимости, вместо того чтобы проходить через трудоемкий процесс выпуска облигаций.

Поручительство по облигациям получило распространение как раз в силу простоты и дешевизны его использования по сравнению с другими видами обеспечения. Основной проблемой поручительства, с которой сталкиваются инвесторы, является «непрозрачность» компаний-поручителей и отсутствие каких-либо ограничений в отношении их деятельности (например, ограничений на отчуждение активов, передачу активов в залог, выдачу гарантий, выплату дивидендов и тому подобное). Так, до недавнего времени эмитент облигаций с поручительством не был обязан раскрывать информацию о поручителях в течение срока обращения облигаций, что ставило инвесторов в крайне уязвимое положение.

В настоящий момент отдельная информация о поручителях раскрывается в составе ежеквартального отчета эмитента. Вместе с тем до сих пор в решениях о выпуске обеспеченных облигаций не устанавливается последствий на случай несоблюдения требований о раскрытии информации о поручителе или ухудшения финансового положения поручителя (например, в виде обязанности осуществить досрочное погашение облигаций по требованию владельцев облигаций).

Основной принцип, который на текущий момент положен в основу защиты интересов инвесторов российских облигаций, сформулирован в Законе о рынке ценных бумаг. Он звучит следующим образом: общество не вправе выпустить облигации, суммарная номинальная стоимость которых превышает размер его уставного капитала и (или) величину обеспечения, предоставленного третьими лицами.

Подобная привязка объема эмиссии к размеру уставного капитала эмитента явно устарела и не отвечает коммерческим потребностям рынка. С одной стороны, она сдерживает эмитентов с относительно небольшим уставным капиталом, которые вместе с тем могут иметь значительные активы. С другой стороны, она не дает инвесторам и малой доли той защиты, на которую они могли бы рассчитывать, поскольку размер уставного капитала, указанный в уставе эмитента, совершенно не гарантирует наличия у такого эмитента заявленных денежных средств.

В 2009 году в Закон о рынке ценных бумаг были внесены поправки, согласно которым размер чистых активов поручителя не должен превышать размера предоставляемого поручительства.

К сожалению, устанавливая данное ограничение, законодатель не определил никаких границ для суммарно допустимого объема поручительства одного лица по совокупности разных выпусков. Фактически поручитель может выдать сколько угодно поручительств по отдельным выпускам облигаций, если по отдельности объем каждого поручительства не превышает объема его чистых активов. Таким образом, если объем чистых активов поручителя равен 200 млн руб., вместо одного выпуска облигаций на 1 млрд руб. с поручительством на 1 млрд руб. можно сделать пять выпусков облигаций по 200 млн руб. каждый с поручительством в объеме 200 млн руб. в отношении каждого выпуска. Очевидно, что от такого маневра у самого поручителя чистых активов не прибавляется, однако установленное в Законе о рынке ценных бумаг ограничение формально соблюдено.

Другая проблема — отсутствие в России института трасти. Трасти выступает в качестве представителя инвесторов во взаимоотношениях с эмитентом и поручителями/залогодателями (в том числе в случае наступления дефолта по облигациям). Наличие трасти в международных сделках позволяет упростить для инвестора процесс получения информации от эмитента/гаранта/залогодателя, в том числе в случае дефолта денежных средств. Это особенно актуально для сделок, в которых есть обеспечение, поскольку инвесторы в основном не заинтересованы в том, чтобы самостоятельно организовывать заложенное в их пользу имущество или проводить судебные действия по взысканию долга с поручителя/гаранта.

Последний финансовый кризис также вскрыл ряд недостатков трасти. В частности, чрезмерно пассивный характер поведения трасти (даже после наступления дефолта по облигациям) и длительный процесс достижения согласия между инвесторами по поводу конкретных инструкций для трасти.

Ряд вопросов применительно к обеспеченным облигациям также связан с отсутствием в России в достаточной степени проработанных концепций и механизмов, дающих инвесторам дополнительный контроль над денежными средствами эмитента/поручителя. Прежде всего это касается концепции залога счета и денежных средств на счете. Соответствующее регулирование содержится в проекте нового Гражданского кодекса, принятого Государственной думой в первом чтении в этом году. Введение указанных положений может быть особенно полезно для обеспеченных облигаций, выпускаемых в рамках проектного финансирования. В этом смысле было бы правильно расширить перечень допустимых видов обеспечения по облигациям за счет денежных средств. Сам по себе залог денежных средств не является новшеством для российского рынка ценных бумаг и, в частности, разрешен в рамках специального закона, регулирующего выпуск и обращение ипотечных облигаций.

Стоит отметить, что в международных сделках наличие или отсутствие тех или иных положений в отношении обеспечения диктуется скорее стандартами рынка, нежели соблюдением формальных нормативных требований. В этом смысле положения, касающиеся обеспечения в международных сделках, оказываются более гибкими и приспособленными под нужды инвесторов. Российский рынок облигаций пока остается более формальным и ориентированным на простое соблюдение буквы закона, что не всегда отвечает интересам держателей ценных бумаг.

правило, такое соглашение является трехсторонним и совершается между субординированным кредитором, заемщиком и другим кредитором. В случае двустороннего соглашения — между заемщиком и субординированным кредитором — обязательство субординированного кредитора обращено к неопределенному кругу кредиторов такого заемщика. Хотя субординация, как и «негативный» залог, не создает обеспечительного интереса в классическом смысле, после заключения субординационного соглашения кредитор, в пользу которого осуществлена субординация, фактически становится по отношению к субординированному кредитору в положение обеспеченного, так как получает приоритетное право на удовлетворение своих требований из имущества заемщика. Важно, что субординационное соглашение обычно должно иметь силу и в случае несостоятельности должника (залогодателя).

Договорная субординация обеспечительного права

В соответствии с английским правом держатель обеспечения имеет право изменить приоритетность такого обеспечения путем соглашения с другим кредитором. В российском гражданском праве возможность заключения такого соглашения прямо не предусмотрена, однако судебная практика уже довольно давно идет по пути признания подобного рода соглашений между кредиторами действительными. В частности, в постановлении Пленума ВАС РФ № 10 *«О некоторых вопросах применения законодательства о залоге»* от 17 февраля 2011 года указано, что в случае обращения взыскания во внесудебном порядке на одно и то же имущество первичный и последующий залогодержатель направляют заемщику совместное заявление о досрочном обращении взыскания, что может косвенно свидетельствовать о том, что в таком заявлении залогодержатели могут установить удобную для них очередность обращения взыскания. Намек на то, что ВАС РФ может признавать субординационные соглашения между первичным и последующим залогодержателями, содержится также в пункте 8 информационного письма ВАС РФ от 28 января 2005 года № 90 *«Обзор практики рассмотрения арбитражными судами споров, связанных с договорами об ипотеке»*, в котором высказана позиция о том, что залогодержатели, имеющие равную очередность своих залоговых прав на один предмет залога, имеют право договориться о порядке обращения взыскания на такой предмет залога. Необходимо отметить, однако, что в целом из-за некоторой правовой неопределенности договорная субординация обеспечительных прав практически не применяется при структурировании договоров займа, не говоря уже о выпусках российских корпоративных облигаций.

> ВНЕДРЕНИЕ «НЕГАТИВНОГО» ЗАЛОГА И ДОГОВОРНОГО СУБОРДИНИРОВАНИЯ ПОЗВОЛИТ КРЕДИТОРАМ И ИНВЕСТОРАМ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ НЕ ТОЛЬКО РАСШИРИТЬ ЛИНЕЙКУ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ, НО ТАКЖЕ БОЛЕЕ ГИБКО ПОДХОДИТЬ К УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ

Договорная субординация необеспеченного требования

Договорная субординация необеспеченного требования в мировой практике существует в двух формах. На практике они часто совмещаются и используются одновременно: 1) первичная субординация, представляющая собой обязательство кредитора, данное в пользу заемщика и иных кредиторов, воздержаться от предъявления требований к заемщику прежде других кредиторов; и 2) вторичная субординация — обязательство кредитора заемщика перед другим кредитором заемщика заплатить последнему денежные средства, полученные таким субординированным кредитором от заемщика в нарушение приоритета другого кредитора.

Особенностью российского права является то, что первичная договорная субординация необеспеченных требований к российскому заемщику, как правило, признается (в том числе в ситуации несостоятельности заемщика) только в случаях, прямо предусмотренных законом. Это привело к тому, что первичную договорную субординацию в российском праве используют только в отдельных сегментах рынка, при этом, как правило, квалификация необеспеченного обязательства как субординированного связана с выполнением целого ряда дополнительных формальностей. Одной из сфер, где законом разрешена первичная договорная субординация, является банковский сектор. В соответствии с законодательством о Центральном банке российские кредитные организации могут получать субординированные кредиты, депозиты, займы, облигационные займы, при этом законодательство о банкротстве кредитных организаций предусматривает субординацию указанных кредитов, депозитов, займов и облигационных займов по отношению не только к требованиям обеспеченных кредиторов, но также по отношению к требованиям обычных необеспеченных кредиторов кредитной организации. Российские банки довольно давно пользуются этой привилегией для привлечения субординированного финансирования, как правило, в форме депозитов и займов (если субординированное финансирование требуется в рублях) или еврооблигаций (если такое финансирование требуется в валюте). Однако в последнее время участники рынка обратили внимание также и на возможность выпуска российских субординированных облигаций.

Другим примером предусмотренной в законе возможности для первичной договорной субординации требований являются ипотечные ценные бумаги, при выпуске которых закон позволяет установить очередность удовлетворения требований держателей разных выпусков ипотечных ценных бумаг в договорном порядке.

***

Очевидно, что внедрение таких квазиобеспечительных обязательств, как «негативный» залог и договорное субординирование, позволит кредиторам и инвесторам на российском рынке не только расширить линейку потенциальных финансовых инструментов при инвестировании, но также более гибко подходить к управлению рисками. Первые шаги по внедрению указанных обязательственных механизмов в российскую практику уже сделаны.