Реорганизация эмитента — проблемы соблюдения прав владельцев облигаций

Алексей ПОНОМАРЁВ,
член Совета Ассоциации владельцев облигаций

В настоящее время на рынке активно идут процессы укрупнения эмитентов. При этом как слияние, так и присоединение, согласно Гражданскому кодексу РФ (далее — ГК РФ), являются формами реорганизации, в связи с чем законодательством установлен ряд гарантий, направленных на защиту имущественных интересов кредиторов реорганизуемых компаний. Практика показывает, что права кредиторов, возникающие в процессе реорганизации (в том числе и право на досрочное погашение облигаций), зачастую являются неожиданностью для эмитентов и не всегда соблюдаются должным образом, так как на рынке еще не выработана культура проведения реорганизации.

Практика показывает, что права кредиторов, возникающие в процессе реорганизации, зачастую являются неожиданностью для эмитентов

ПОЧЕМУ ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ГАРАНТИИ НЕ ВСЕГДА РАБОТАЮТ

В соответствии с п. 2 ст. 60 ГК РФ кредитор юридического лица, если его права требования возникли до опубликования первого уведомления о реорганизации компании, вправе потребовать в судебном порядке досрочного исполнения должником соответствующего обязательства.

Таким образом, с момента опубликования решения о реорганизации у владельцев всех облигаций возникает право требовать от эмитента их досрочного погашения.

При этом эмитент может избежать досрочного погашения в случае, если в течение 30 дней с даты предъявления требования он предоставит владельцам облигаций независимую безотзывную банковскую гарантию на весь срок обращения выпусков.

Поскольку с учетом общего размера облигационного долга банковские гарантии на длительный срок являются достаточно дорогостоящими, практика их предоставления не получила развития на долговом рынке.

Однако, отказываясь от предоставления владельцам облигаций банковских гарантий, многие эмитенты не желают и погашать облигации. Более того, Ассоциация владельцев облигаций (далее — АВО) постоянно выявляет факты несоблюдения эмитентами обязательств по своевременной публикации в ленте новостей сообщений о существенном факте — о возникновении у владельцев облигаций права требовать от эмитента

их досрочного погашения (например, подобные нарушения зафиксированы со стороны ПАО «МТС», ПАО «Россети», АО «ЭР-Телеком Холдинг», АО «Джигрупп» и др.).

Соответственно, отсутствие раскрытия приводит к тому, что инвесторы не получают информацию о данном событии и зачастую узнают о появлении права на досрочное погашение уже по истечении установленного в ст. 60 ГК РФ срока для заявления таких требований (обычно он составляет около двух месяцев).

Необходимо отметить, что институт представителей владельцев облигаций (далее — ПВО), введенный в 2016 году как дополнительный механизм, направленный на защиту прав владельцев облигаций, фактически не оправдал надежд законодателя. Так, при реорганизации эмитентов, по выпускам облигаций которых был назначен ПВО (например, АО «ЭР-Телеком Холдинг», АО «Джигрупп»), представитель владельцев облигаций (в данном случае ООО «Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»), к сожалению, не произвел своевременного информирования держателей бумаг о возникновении права требовать досрочное погашение, несмотря на то что именно ПВО обязан принимать меры, направленные на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций (пп. 4 п. 11 ст. 29.1 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»). Именно бездействие ПВО вынудило частных инвесторов обращаться в Ассоциацию за помощью и поддержкой в защите своих нарушенных прав.

Сейчас на рынке сформировалась необычная ситуация: поскольку частные инвесторы управляют своими личными денежными средствами, они отслеживают деятельность эмитентов более внимательно, чем сотрудники институциональных инвесторов, зачастую полагающиеся на парсинг информационных сообщений из НРД и с сайтов уполномоченных агентств по раскрытию информации.

В случаях, когда среди владельцев облигаций были преимущественно институциональные держатели, эмитентам удавалось завершить реорганизацию без объявления обязательной оферты (например, ПАО «МТС»): поскольку эмитент не направлял в НРД и не раскрывал на сайте уполномоченного агентства информацию о возникновении у владельцев облигаций права на их предъявление к досрочному погашению, то институциональным держателям не поступало никаких сообщений, а затем истекал двухмесячный срок для предъявления требований, и эмитент завершал реорганизацию.

Если же в выпусках присутствовали частные держатели, которые не полагались на авторассылки, а самостоятельно отслеживали финансово-хозяйственную деятельность компаний, при отсутствии раскрытий они обращались в Ассоциацию, и тогда эмитентам приходилось выбирать один из двух путей. Кто-то проводил внеочередные общие собрания акционеров и отменял уже запущенную процедуру реорганизации (например, АО «ЭР-Телеком Холдинг»), так как досрочное погашение всех облигационных выпусков было невозможно. Другие же с опозданием, но раскрывали информацию о возникновении у владельцев права на досрочное погашение (например, ПАО «Россети»). И уже после такого раскрытия все институциональные держатели получали в рассылках информацию о возникновении права на досрочное погашение и также могли воспользоваться им.

ЭМИТЕНТ И ИНВЕСТОР — РАЗНОЕ ПОНИМАНИЕ СУТИ ОФЕРТЫ

Случай с досрочным погашением облигаций ПАО «ФСК ЕЭС» (сейчас, после реорганизации — ПАО «Россети») является наиболее интересным — он развивается в настоящее время и выявил ряд проблем, связанных с недостаточным пониманием эмитентами безусловного характера обязанности по досрочному погашению облигаций.

Для досрочного погашения при реорганизации нормами ГК РФ установлен судебный механизм заявления кредиторами соответствующих требований. Суд обязан проверить выполнение условий, установленных нормами ст. 60 ГК РФ, — наличие и размер обязательства, срок его возникновения (должно возникнуть до опубликования первого уведомления о реорганизации), соблюдение сроков предъявления требования (не позднее 30 дней с момента опубликования последнего уведомления о реорганизации).

В данном случае эмитент, не оспаривая факт соблюдения держателями облигаций условий, установленных ст. 60 ГК РФ для их предъявления к досрочному погашению, заявлял в судебных заседаниях несколько доводов для отказа.

Во-первых, эмитент усмотрел в действиях владельцев облигаций недобросовестность и злоупотребление правом, так как часть облигаций была приобретена на организованных торгах по ценам ниже номинала. В связи с этим ПАО «Россети» заявило в суде, что погашение облигаций по номиналу причинит вред эмитенту, а у владельца облигаций возникнет дополнительный доход, не предусмотренный условиями выпуска.

Данный довод может показаться парадоксальным, ибо приобретение облигаций на организованных торгах является абсолютно законной деятельностью. Более того, поскольку торговая система автоматически заключает сделки по минимально возможной для покупателя цене, то даже при выставлении заявки на покупку по цене в 100% от номинала, в случае наличия заявок на продажу по цене 82% от номинала бумага будет приобретена по наилучшей для покупателя цене — за 82%. Приобретение облигаций по цене 100% от номинала в данном случае невозможно, так как это противоречит не только Правилам проведения торгов, но и нормам Федерального закона от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах», Федерального закона от 7 февраля 2011 г. № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» и Положению Банка России от 17 октября 2014 г. № 437-П «О деятельности по проведению организованных торгов».

Тем не менее эмитент в нескольких судебных заседаниях заявлял, что поскольку рыночная цена бумаг находилась ниже номинала, то приобретение облигаций следует квалифицировать как злоупотребление правом (ст. 10 ГК РФ) со стороны покупателя, в связи с чем владельцы таких облигаций не вправе требовать их досрочного погашения.

Во-вторых, эмитент утверждал, что в результате реорганизации финансовое положение компании и способность обслуживать долг не ухудшились, кредитный рейтинг не изменился. В связи с этим предоставление владельцам облигаций независимых банковских гарантий было нецелесообразно, поскольку «само обязательство должника является более надежным, нежели независимые гарантии большинства кредитных организаций».

Кроме того, в ходе судебных разбирательств ПАО «Россети» предоставило в суд кассационной инстанции письмо Банка России, в котором, по словам эмитента, регулятор разъяснил, что при рассмотрении споров о досрочном погашении номинальной стоимости облигаций следует учитывать финансовое состояние эмитента и поведение участников спора. В результате Арбитражный суд Московского округа отменил решение Девятого

апелляционного суда, вынесенное в пользу владельцев облигаций, и направил дело на новое рассмотрение (Постановление АС МО от 06.06.2023 по делу № А40-247616/2022).

Упомянутое в судебном решении письмо регулятора вызвало серьезную обеспокоенность на долговом рынке. Возникало впечатление, что исполнение эмитентом обязательств по досрочному погашению облигаций может быть поставлено в зависимость как от финансового состояния эмитента, так и от стоимости приобретения облигаций.

Вместе с тем ни нормы ст. 60 ГК РФ, ни нормы ст. 17.1 Закона «О рынке ценных бумаг» не ставят права владельцев облигаций на их досрочное погашение в зависимость от финансового состояния эмитента или цены приобретения облигаций.

Озвученная в судебном заседании позиция несла угрозу всему институт оферт — эмитенты смогут не исполнять обязательства, установленные в эмиссионной документации, ссылаясь на собственное финансовое состояние, причем отказы могут быть мотивированы не только финансовой неустойчивостью (оферта только ухудшит финансовое состояние), но и стабильным финансовым состоянием (как утверждали ПАО «Россети»). При этом оценка не будет объективной, так как ни один нормативный правовой акт не содержит методологии оценки финансового состояния эмитента для данных целей.

Кроме того, довод о том, что при исполнении оферты необходимо учитывать обстоятельства приобретения облигаций (то есть не была ли бумага куплена ниже номинала), также представлялся весьма неоднозначным.

Было очевидно, что при закреплении такого подхода в правоприменительной (в том числе и судебной) практике, на долговом рынке должна произойти массовая переоценка доходностей, поскольку в настоящее время они рассчитываются к ближайшей оферте, так как участники рынка исходят из незыблемости института оферт и безусловного права владельца облигаций предъявить их к досрочному погашению при наступлении обстоятельств, установленных эмиссионной документацией. При этом попытки представителей деловых СМИ получить от регулятора текст письма и комментарии к нему не увенчались успехом, что вызывало дополнительную озабоченность как среди институциональных, так и среди частных владельцев облигаций.

Случай с досрочным погашением облигаций «ФСК ЕЭС» выявил ряд проблем, связанных с недостаточным пониманием эмитентами безусловного характера обязанности по досрочному погашению облигаций

ТЕКУЩАЯ СУДЕБНАЯ ПРАКТИКА

Разделяя обеспокоенность участников рынка, Ассоциация направила соответствующий запрос в Банк России. В письме № 28-4-1/3506 от 05.07.2023 регулятор указал, что «у Банка России отсутствуют полномочия по определению обстоятельств, имеющих значение при рассмотрении судами исковых заявлений, связанных с досрочным исполнением обязательства по требованию кредитора». С учетом данных пояснений Девятый апелляционный суд при повторном рассмотрении удовлетворил требования владельца облигаций и обязал эмитента осуществить их досрочное погашение, мотивируя это следующим.

Положения п. 2 ст. 60 ГК РФ — норма, устанавливающая гарантии прав кредиторов реорганизуемого юридического лица и регламентирующая порядок досрочного исполнения обязательств должником в случае принятия решения о его реорганизации. Для ее реализации достаточно только факта реорганизации юридического лица — должника по обязательству. Принимая решение о реорганизации, юридическое лицо принимает на себя все риски по возможному досрочному исполнению своих обязательств перед кредиторами.

Основанием возникновения права требовать досрочного исполнения обязательства является сам факт реорганизации, а не его последствия, в том числе в виде неудовлетворительного финансового положения реорганизуемого лица или его способности/неспособности исполнения своих обязательств. То есть такое право требования не ставится ГК РФ в зависимость от финансового состояния должника и может быть ограничено лишь обстоятельствами, поименованными в законе. Более того, абз. 4 п. 2 ст. 60 Гражданского кодекса Российской Федерации гарантирует кредитору исполнение должником требования по досрочному погашению облигаций до завершения процедуры реорганизации.

В настоящее время вынесены и вступили в силу судебные акты арбитражных судов в рамках трех исков владельцев облигаций к ПАО «Россети» (дело № А40-247616/2022, № А40-247242/2022, А40-278767/2022). Судом общей юрисдикции вынесено несколько решений в пользу частных инвесторов. Все эти судебные акты обжалованы эмитентом, поэтому финальная точка в вопросе, вправе ли эмитент отказать в оферте в связи с тем, что считает свое финансовое состояние удовлетворительным, еще не поставлена.

Учитывая важность стабильности и определенности во взаимоотношениях между эмитентами и инвесторами, надеемся, что указанные споры в итоге позволят сформировать единообразную практику касательно механизма досрочного погашения облигаций в рамках процедур реорганизации, а выработанный подход в дальнейшем станет общепризнанным на рынке.