Виктор Юзефович,
юрист практики «Арбитраж. Конфликты. Судебные споры», юридическая фирма «Вегас-Лекс»

Компенсационный иск как способ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТИЦИЙ

СУЩЕСТВУЮЩИЕ НА СЕГОДНЯ СПОСОБЫ ЮРИДИЧЕСКОЙ ЗАЩИТЫ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ КОМПАНИИ, ОБЪЯВИВШЕЙ ДЕФОЛТ, РАЗ ЗА РАЗОМ ДОКАЗЫВАЮТ СВОЮ КРАЙНЕ НИЗКУЮ СОСТОЯТЕЛЬНОСТЬ. НЕОБХОДИМЫ СОВЕРШЕННО НОВЫЕ МЕХАНИЗМЫ, КОТОРЫЕ НЕ ПОЗВОЛЯТ ВЛАДЕЛЬЦАМ ОЧЕНЬ МНОГИХ БИЗНЕС-СТРУКТУР ОСТАВИТЬ ИНВЕСТОРОВ НИ С ЧЕМ. ОДНИМ ИЗ ТАКИХ МЕХАНИЗМОВ, НА НАШ ВЗГЛЯД, ВПОЛНЕ МОЖЕТ СТАТЬ КОМПЕНСАЦИОННЫЙ ИСК ИНВЕСТОРА К ОРГАНИЗАТОРУ И АНДЕРРАЙТЕРУ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ.

С полной уверенностью можно сказать, что количество мусорных облигаций будет увеличиваться с каждым днем по мере объявления банкротами эмитентов, допустивших дефолт по своим обязательствам. Ведь после дефолта эмитента второго или третьего эшелона в суд, как правило, массированно начинают поступать иски от банков-кредиторов о досрочном исполнении кредитных обязательств. Последние в большинстве случаев обеспечены залогом в виде самых ликвидных объектов недвижимого имущества эмитента, на которое банки, как правило, и обращают взыскание в рамках судебных споров в первую очередь. В таких случаях эмитент становится «мыльным пузырем», или, как называют такие компании некоторые эксперты, «компанией-зомби», имеющей на балансе только многомиллионную кредиторскую задолженность и незначительное, как правило неликвидное, имущество.

Ситуации бывают различными, в каких-то случаях эмитент платежеспособен и испытывает только временные трудности ввиду проблем с рефинансированием, однако в большинстве случаев многие эмитенты, находясь в состоянии перекредитованности, осуществили размещение биржевых облигаций, заведомо осознавая высокие риски неисполнения принятых на себя долговых

обязательств. В настоящее же время некоторые из них, используя различного рода «серые» схемы, пытаются уйти от ответственности перед инвесторами за такие необдуманные действия.

Могут ли быть эффективными применяемые сегодня владельцами облигаций способы защиты? Как показывает практика — нет. Банкротство компании-эмитента, поручителя эмитента, вывод имущества с использованием недобросовестных схем, умышленное затягивание судебных разбирательств — это лишь краткий перечень того, с чем уже пришлось и еще придется столкнуться многим инвесторам при попытке в судебном порядке понудить эмитента к исполнению оферты или выплате купона.

Между тем, на основе анализа российского и иностранного законодательства, а также судебной практики США по искам «обманутых» инвесторов к эмитентам, андеррайтерам, аудиторам и другим второстепенным игрокам рынка ценных бумаг, сделавшим «*лживые и вводящие в заблуждение заявления*»[1)] в целях привлечения интереса инвесторов к приобретению тех или иных ценных бумаг, был сделан вывод о возможности применения владельцами «дефолтных» рублевых облигаций концептуально нового способа защиты своих прав. Таким способом может быть компенсационный иск инвестора к организатору и андеррайтеру выпуска облигаций.

Возможность предъявления такого компенсационного иска, по нашему мнению, обусловлена существованием в совокупности следующих обстоятельств.

1. Эмитент допустил дефолт по облигациям. При этом не имеет значения, какие обязательства не исполнены эмитентом — по выкупу облигаций (оферте) или по купону. Важен сам факт дефолта.

2. Невозможность получения надлежащего исполнения по облигациям с эмитента.

2.1. В отношении эмитента имеются вступивший в законную силу судебный акт о взыскании задолженности (номинальной стоимости облигаций, предъявленных к выкупу, и/или купонного дохода) и исполнительный лист на взыскание присужденной задолженности. Между тем, в ходе реализации мер, направленных на исполнение судебного акта судебным приставом — исполнителем, установлена невозможность его исполнения.

2.2. В отношении эмитента введена процедура банкротства, и общепризнанным фактом является то, что эмитент не исполнит требования владельцев облигаций ввиду несоразмерности предъявленных кредиторами требований и стоимости имущества должника.

3. Невозможность получения надлежащего исполнения по облигациям с лица, предоставившего обеспечение.

3.1. В отношении поручителя имеется вступивший в законную силу судебный акт о взыскании задолженности (номинальной стоимости облигаций, предъявленных к выкупу, и/или купонного дохода) и исполнительный лист на взыскание присужденной задолженности. Между тем в ходе реализации мер, направленных на исполнение судебного акта судебным приставом — исполнителем, установлена невозможность его исполнения.

3.2. В отношении поручителя введена процедура банкротства, и общепризнанным фактом является то, что эмитент не исполнит требования владельцев облигаций ввиду несоразмерности предъявленных кредиторами требований и стоимости имущества должника.

4. Организатор «дефолтного» выпуска облигаций ввел инвесторов в заблуждение относительно заявляемых им при организации облигационного займа инвестиционной привлекательности самого эмитента и «качества» облигаций эмитента.

Организатор «дефолтного» выпуска облигаций находится в договорных отношениях с эмитентом, а значит, в деле по иску инвестора к организатору «дефолтного» выпуска такой договор является чуть ли не главным доказательством наряду с подтверждением тех обстоятельств, которые были приведены выше. Причина такой ситуации кроется в несовершенстве российского законодательства о ценных бумагах, которое не закрепляет такого понятия, как «организатор облигационного займа», а значит, и не содержит перечень тех мероприятий, для реализации которых он привлекается эмитентом. Все то, что организатор делает для «успешного» размещения облигаций эмитента на рынке ценных бумаг, отражается в договоре между организатором и эмитентом на оказание услуг по организации облигационного займа (далее — договор на организацию облигационного займа).

Типовые условия договора на организацию облигационного займа, как правило, содержат следующие формулировки оказываемых эмитенту услуг:

1. Разработка рекомендации относительно концепции (структуры, времени, организации и параметров) облигационного займа.

2. Организация и представление эмитента в ходе переговоров с потенциальными инвесторами.

3. Организация маркетинговых мероприятий выпуска облигаций (в частности, проведение презентаций облигационного займа, организация и проведение road show).

4. Подготовка проектов документации, необходимой для выпуска, размещения и обращения облигаций, которая должна быть утверждена эмитентом, в том числе:

- решения о выпуске ценных бумаг;
- решения о размещении ценных бумаг;
- проспекта эмиссии ценных бумаг;
- отчета об итогах выпуска ценных бумаг или уведомления об итогах выпуска ценных бумаг.

5. Подготовка рекламных, презентационных и иных материалов, в том числе инвестиционного меморандума облигационного займа, в целях распространения вышеуказанных материалов среди потенциальных инвесторов.

6. Осуществление всех иных необходимых мероприятий, направленных на успешное размещение облигаций.

Проанализировав условия договора на организацию облигационного займа, несложно прийти к выводу о том, что с момента заключения такого договора роль эмитента в процессе организации и выпуска облигаций является абсолютно номинальной и сводится лишь к выполнению поручений организатора на передачу той или иной информации, если хотите, той «начинки», которая

[1)] *«...false or misleading statements...»*

необходима организатору для «изготовления конечного финансового продукта», который будет широко предлагаться на первичном и вторичном рынках ценных бумаг широкому (неограниченному) кругу потенциальных инвесторов, опять же с использованием механизмов, предлагаемых и реализуемых организатором.

Очень примечательной в этом плане является одна из вышеприведенных услуг, оказываемых организатором — «разработка рекомендации относительно концепции (структуры, времени, организации и параметров) облигационного займа».

Толковый словарь Даля дает следующее определение слову «концепция» — понятия, способ понимания, соображения и выводы. В соответствии с понятием, даваемым одним из экономических словарей, концепция определяется как генеральный замысел, определяющий стратегию действий при осуществлении реформ, проектов, планов, программ.

Таким образом, организатор определяет генеральный замысел того, как привлечь наибольшее количество инвесторов в процессе организации облигационного займа.

В конечном счете заложенная организатором концепция и информация, содержащаяся в решении о выпуске ценных бумаг, проспекте ценных бумаг и в информационном меморандуме — это то, чем прежде всего руководствуются потенциальные инвесторы при осуществлении инвестиций в те или иные ценные бумаги, в том числе облигации.

Именно эти документы, а если быть точнее, отраженные в них финансовые и экономические показатели деятельности эмитента и заявляемая доходность ценных бумаг, служат ориентиром для потенциальных инвесторов.

Ведь именно организатор, проделавший всю работу над «успешностью» займа, начиная со сбора, анализа и оценки представляемой эмитентом «начинки» выпуска и заканчивая рекламой и продвижением на рынке «изготовленного своими же руками и по своему же рецепту финансового продукта», делает самый важный шаг — формирует у инвесторов волю на заключение сделок по приобретению размещаемых облигаций.

Именно организатор находит «мишень», то есть того инвестора, у которого потенциально есть средства для инвестирования в облигации.

Таким образом, по нашему мнению, организатор облигационного займа как один из главных участников процесса размещения облигаций на рынке должен наряду с эмитентом нести солидарную ответственность перед инвесторами за «качество и достоверность конечного финансового продукта», то есть за достоверность эмиссионных и презентационных документов (особенно инвестиционного меморандума), в том числе за выявленную в результате дефолта «неадекватную реальным финансовым возможностям» перекредитованность эмитента и/или лица, предоставившего обеспечение.

Существующие в российском законодательстве пробелы в прямом регулировании отношений «организатор облигационного займа — эмитент» и «организатор облигационного займа — инвестор», в том числе отсутствие прямого указания на возможность привлечения организатора к ответственности перед инвесторами за неисполнение обязательств по облигациям «дефолтного» выпуска, не исключают возможность применения общих норм гражданского законодательства о возмещении убытков.

Конструкция ст. 15 Гражданского кодекса РФ позволяет инвестору сформулировать свои требования в компенсационном иске к организатору выпуска, основываясь исключительно на том, что «*лицо, право которого нарушено, может требовать полного возмещения причиненных ему убытков*».

В случае с дефолтом по облигациям под убытками инвестора понимаются номинальная стоимость всех облигаций (реальный ущерб), держателем которых он является, а также купонный доход (упущенная выгода), который не был и уже не будет выплачен эмитентом и поручителем вследствие дефолта по облигациям и последовавшего за ним банкротства.

Что касается отсутствия договорных отношений между владельцем облигаций и организатором выпуска, то для привлечения к ответственности такая связь вовсе не является необходимой. В соответствии с п. 8 ст. 8 Гражданского кодекса РФ гражданские права и обязанности возникают вследствие иных действий граждан и юридических лиц.

Организация выпуска, повлекшая введение в заблуждение инвесторов и причинение им убытков, как раз и подпадает под категорию «иных действий юридических лиц», вследствие совершения которых у организатора возникла обязанность по возмещению убытков, причиненных инвесторам, а у инвесторов возникло право требовать их полного возмещения в соответствии со ст. 15 Гражданского кодекса РФ.

Косвенным подтверждением того, что и сами организаторы понимают потенциальные риски ответственности перед инвесторами в случае размещения «заведомо некачественного» облигационного займа, являются положения, заложенные опять же в типовые условия договора на организацию облигационного займа.

В частности, в ряде соглашений между эмитентом и организатором облигационного займа содержатся следующие условия: эмитент обязуется возместить убытки, возникшие у организатора (его директоров, служащих, агентов, сотрудников) в результате любых исков, потерь, возникновения ответственности, возмещения убытков и затрат (включая юридические затраты), которые могут возникнуть или могут быть объявлены или присуждены в отношении организатора (его директоров, служащих, агентов, сотрудников), которым возмещаются убытки, в каждом случае являющиеся результатом или возникающие в связи с каким-либо действием, требованием, расследованием, запросом или разбирательством, начатым или в отношении которого существует угроза начала, в том числе в результате организации и андеррайтинга облигаций или в результате того, что какая-либо информация, полученная от или одобренная эмитентом или каждым из его аффилированных лиц, оказывается не верной, не точной и/или вводящей в заблуждение в любом аспекте на дату представления.

Несложно догадаться, что смысл приводимого условия договора заключается в том, что организатор подстраховывается на случай предъявления к нему инвесторами компенсационных исков о возмещении убытков

и взыскания с него таких убытков. В таком случае эмитент будет обязан возместить все присужденные суммы организатору.

Однако возможность, установленная договором в виде регрессных требований организатора к эмитенту, — это внутренние взаимоотношения организатора и эмитента. Для инвестора важна сама возможность привлечения к ответственности за убытки организатора, так как в большинстве случаев организатором выпусков выступают крупные инвестиционные компании или банки, обладающие большой ликвидностью, что означает потенциальную возможность исполнения решения суда о взыскании убытков в виде номинальной стоимости облигаций и купонного дохода по ним.

Это и является одним из важнейших преимуществ компенсационного иска — возможность получить «ликвидного» ответчика даже в случае дефолта эмитента и последовавшего за этим банкротства.

Кроме того, такой иск наряду с тем, что является реальным инструментом возмещения убытков, может быть использован инвесторами как инструмент опосредованного давления на акционеров обанкротившегося эмитента, которые в большинстве случае продолжают активно заниматься иным бизнесом, используя иные площадки для привлечения финансирования. В чем заключается такое давление? Ни одному организатору «не интересно» с экономической точки зрения погашать «чужие» долги, а значит, организатор с момента предъявления к нему компенсационного иска будет (по крайней мере, такое поведение нами презюмируется) оказывать на акционеров эмитента сильное давление с той целью, чтобы последние возместили инвесторам все или хотя бы часть причиненных убытков, возникших вследствие дефолта.

В свою очередь, учитывая общую сложность правовой позиции по взысканию убытков в российской судебной практике, дополнительными трудностями на пути к удовлетворению компенсационного иска может стать отсутствие в российском законодательстве о ценных бумагах:

1. Прямого нормативного регулирования отношений «организатор — эмитент» и «организатор — владелец облигаций».

2. Прямого указания на ответственность организатора за «дефолтный» облигационный заем.

Безусловно, чтобы добиться удовлетворения в российском арбитражном суде компенсационного иска к организатору облигационного займа, необходима очень четкая правовая аргументация и «сильная» доказательственная база. Следует учитывать также вышеприведенные негативные факторы, которые, к сожалению, сегодня присутствуют и могут помешать инвестору добиться удовлетворения иска к организатору.

Тем не менее, как показывает практика, «обычные» способы защиты, направленные на взыскание исполнения по «дефолтным» облигациям с обанкротившихся эмитентов и их поручителей, являются малоэффективными. Таким образом, именно компенсационный иск к организаторам (андеррайтерам) облигационных выпусков в ближайшее время может стать для многих пострадавших инвесторов одной из альтернативных возможностей по минимизации своих финансовых потерь.