Baker & McKenzie

Рой Пирс,
партнер,
Baker & McKenzie, Лондон

Алексей Кухарев,
юрист,
Baker & McKenzie, Москва

Правовые аспекты дефолтов по ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

В НАСТОЯЩЕЙ СТАТЬЕ МЫ ПОПЫТАЛИСЬ ДАТЬ КРАТКИЙ АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ ВОПРОСОВ ДЕФОЛТОВ ПО ЕВРООБЛИГАЦИЯМ И НЕКОТОРЫХ ИХ ОТЛИЧИЙ ОТ ДЕФОЛТОВ ПО РОССИЙСКИМ БОНДАМ. ОТМЕЧАЯ РАЗНИЦУ В ПОДХОДАХ К РЕГУЛИРОВАНИЮ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ В РОССИЙСКОМ И АНГЛИЙСКОМ ПРАВЕ, СЛЕДУЕТ ОТМЕТИТЬ, ЧТО ОПЫТ, НАКОПЛЕННЫЙ НА СУЩЕСТВУЮЩЕМ БОЛЕЕ ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОЕ ВРЕМЯ ЕВРООБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ, В СЛУЧАЕ ЕГО ВНЕДРЕНИЯ В РОССИЙСКОМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ И ПРАКТИКЕ МОГ БЫ ПОЛОЖИТЕЛЬНЫМ ОБРАЗОМ СКАЗАТЬСЯ НА ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ КАК ДЛЯ РОССИЙСКИХ, ТАК И ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ.

ФИНАНСОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СЛУЧАИ НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Долговые ценные бумаги обычно предусматривают меньшее количество и менее строгие обязательства заемщика, а также более короткий список случаев неисполнения обязательств, чем кредитные договоры. Однако имеются исключения. В частности, еврооблигации, выпускаемые российскими компаниями на международных рынках капитала, обычно содержат более детальный перечень финансовых обязательств и могут предусматривать события, при наступлении которых держатели облигаций вправе потребовать выкупа облигаций, если указанное событие оказывает негативное воздействие на платежеспособность эмитента (например, переход контроля, сопряженный со снижением рейтингов). Также могут присутствовать обязательства, заимствованные из практики рынка высокодоходных инструментов США, такие как ограничения на размеры задолженности эмитента, на выплаты дивидендов, на обременения и сделки с аффилированными лицами. Общая цель таких обязательств состоит в том, чтобы обеспечить сохранение у эмитента достаточного потока денежных средств для погашения обязательств перед держателями облигаций, в ограничении риска банкротства эмитента из-за накопления задолженности, в предотвращении вывода активов из группы и соблюдения принципа субординации разных траншей в рамках одного выпуска. В отношении выпуска облигаций с участием доверенного лица, выступающего от имени и в интересах всех держателей облигаций (далее по тексту «трасти», от английского trustee), обычно также предусматриваются обязательства по предоставлению информации, включая регулярное предоставление финансовой отчетности, для того чтобы трасти мог

эффективно следить за финансовым положением эмитента. Обычно случаи неисполнения обязательств по еврооблигациям включают: (а) неуплату процентов или основного долга по облигациям; (б) неисполнение иных обязательств по облигациям (обычно если такое обязательство не исполнено в течение определенного периода (grace period)); (в) наличие положений о перекрестном неисполнении обязательств (далее «кросс-дефолт», от английского cross default) или о досрочном погашении обязательств (эти положения вступают в силу при неисполнении эмитентом (или участниками группы эмитента) любых других финансовых обязательств, которое может повлечь требование об их досрочном исполнении; (г) случаи прекращения эмитентом (или участниками группы эмитента) его основной деятельности; (д) начало процедуры банкротства в отношении эмитента или участника его группы; или (ж) снижение корпоративного рейтинга эмитента.

Список обязательств и случаев неисполнения по российским облигациям, как правило, гораздо скромнее в сравнении с тем, который обычно присутствует в выпусках еврооблигаций. Другой особенностью российских облигаций является «размытость» понятия неисполнения обязательств. В частности, не всегда понятно соотношение понятия «технический дефолт», используемого в стандартах эмиссии, и общего подхода к неисполнению обязательств, применяемого в гражданском законодательстве. Указанные несоответствия приводят не только к долгим терминологическим дискуссиям в научной среде, но также в определенных ситуациях (например, в случае некорректного закрепления соответствующих положений в проспекте эмиссии российских облигаций) могут существенно осложнить держателю облигаций процесс взыскания долга.

МЕХАНИЗМ ДОСРОЧНОГО ПОГАШЕНИЯ ПО ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

В сегодняшних рыночных условиях вероятность неисполнения эмитентами финансовых обязательств, особенно в связи с кросс-дефолтом или неспособностью осуществлять платежи по основному долгу или процентам из-за трудностей с ликвидностью, является насущной проблемой рынка долговых эмиссионных ценных бумаг, в том числе и в России.

Что происходит при наступлении события неисполнения обязательств? Последствия различаются в зависимости от наличия либо отсутствия трасти. Если трасти отсутствует, любой держатель облигаций имеет право потребовать досрочного погашения принадлежащих ему облигаций. При наличии трасти применяется другая процедура. Обычно в структуру большинства выпусков еврооблигаций российских компаний включен кредитный договор (Loan Agreement), а сами еврооблигации выпускаются специальным юридическим лицом (Special Purpose Vehicle). Поступления от продажи еврооблигаций направляются на финансирование займа российской компании. Права по кредиту закладываются в пользу трасти. В случае применения указанной структуры выпуска трасти (а) имеет право объявить еврооблигации подлежащими досрочному погашению по своему усмотрению или (б) может быть обязан сделать это в случае получения указания от определенного количества держателей непогашенных облигаций, в том числе при условии если держатели облигаций на общем собрании примут решение, обязывающее трасти сделать это. В таком случае досрочное погашение объявляется в отношении всего выпуска еврооблигаций.

Условия выпуска еврооблигаций обычно также предусматривают обязанность трасти объявить облигации подлежащими досрочному погашению, только если держатели облигаций компенсируют все его издержки, включая убытки, которые могут возникнуть у трасти, если к нему предъявлен иск за неправомерное объявление облигаций подлежащими досрочному погашению (то есть если выяснится, что дефолт отсутствовал). Хотя трасти и не может требовать компенсации за чисто гипотетический риск, для того чтобы требовать компенсации за максимально возможные понесенные им издержки, ему достаточно показать, что существует вероятность возникновения таких издержек. Английское право четко устанавливает, что трасти имеет право требовать компенсации за издержки, возникшие в связи с оспариванием эмитентом действительности требования о досрочном погашении (если только требование не было недействительным в связи с отсутствием оснований для требования о досрочном погашении). Однако англий-ское право ограничивает право трасти требовать возмещения убытков, наступление которых представляется очень маловероятным (например, убытки, связанные с юридическими последствиями действий трасти в юрисдикции, не напрямую связанной с выпуском). В частности, не до конца ясно, сможет ли трасти по английскому праву получить возмещение издержек, понесенных в связи с судебным иском, поданным в Российской Федерации. В российском праве проблема ответственности инвестора за злоупотребление его правом требовать досрочное исполнение по облигациям урегулировано слабо и ограничивается, пожалуй, только общим правом эмитента требовать у недобросовестного держателя облигаций возмещения убытков, сумма кото-рых должна быть доказана в суде.

В случае получения указаний от необходимого количества держателей облигаций, а также (в случае необходимости) гарантий компенсации всех возможных расходов и убытков, трасти по еврооблигациям должен направить эмитенту уведомление о досрочном погашении облигаций вне зависимости от того, признается ли эмитентом факт неисполнения условий еврооблигационного займа, послуживший причиной требований о досрочном исполнении, или нет. С момента направления такого уведомления трасти, в соответствии с инструкцией большинства держателей облигаций, должен инициировать процедуру истребования досрочного исполнения по еврооблигациям у эмитента. Важно, что держатели облигаций не вправе самостоятельно предъявлять требования к эмитенту кроме случаев, когда трасти не исполняет указанную выше обязанность. Из вышеуказанного следует, что отдельному держателю еврооблигаций может быть непросто добиться того, чтобы трасти направил требование о досрочном погашении и инициировал принудительное исполнение, а получение соответствующего числа голосов держателей облигаций и переговоры о компенсации могут потребовать значительного количества времени и юридических издержек. В российской практике подобный механизм сдерживания меньшинства кредиторов только разрабатывается, о чем будет подробнее сказано ниже.

В английском праве институт трасти играет очень важную организационную роль при неисполнении эмитентом обязательств по облигационному займу и досрочном истребовании такого облигационного займа. Он позволяет учесть интересы большинства кредиторов и обеспечивает взвешенность и консолидированность позиции кредиторов в их отношениях с должником. Кроме того, использование

института трасти позволяет снять с кредиторов бремя по подготовке и предъявлению отдельных требований, что сокращает материальные и временные издержки, связанные с подготовкой и осуществлением досрочного исполнения по облигационному займу. Наконец, трасти обязан распределять полученные деньги пропорционально между держателями облигаций: это снижает риск того, что крупные держатели облигаций получат досрочное исполнение в ущерб мелким держателям.

ОБРАЩЕНИЕ ЭМИТЕНТА О РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ И ОБЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ВЫПУСКА

Если происходит или, вероятно, произойдет событие неисполнения обязательств или потенциальное событие неисполнения обязательств, эмитент может предложить держателям облигаций отказаться от права на досрочное исполнение или изменить условия облигационного займа. Получение такого отказа от права, как и изменение условий облигационного займа, является более сложным процессом (в сравнении, например, с кредитом), поскольку в этом случае эмитенту требуется провести переговоры и заручиться согласием большинства держателей облигаций. Если в случае с синдицированным кредитом заемщику достаточно просто организовать переговоры с несколькими кредиторами, то в случае с облигациями эмитенту придется иметь дело со значительным числом разрозненных держателей бумаг с различными ожиданиями и интересами, которые, к тому же, часто предпочитают анонимность и выступают через посредника. В этом отношении участие трасти может являться существенным преимуществом для эмитента, которому потребуется напрямую общаться только с трасти, а не с каждым из держателей облигаций в отдельности. В некоторых случаях трасти чаще имеет даже право согласиться на изменение определенных положений условий выпуска без согласия держателей, хотя такие случаи обычно сводятся к положениям, не являющимся существенными для держателей, или связанным с исправлением «явных ошибок» или «доказанных ошибок», или имеющим технический характер. Трасти также вправе предоставить отказ от прав в связи с наступившим или будущим нарушением условий выпуска, если только такой отказ не приведет к существенному нарушению интересов держателей облигаций. В российском законодательстве о рынке ценных бумаг на момент написания настоящей статьи не существовало института единого представителя держателей облигаций наподобие английского трасти. Однако разработка и внедрение законодательных инициатив в области внутренней организации держателей ведется. Отчасти эта работа была активизирована в связи с неблагоприятным влиянием мирового экономического кризиса на платежеспособность российских эмитентов. В частности, ФСФР России подготовила законопроект по внесению изменений в ФЗ «О рынке ценных бумаг», предусматривающий введение собрания держателей облигаций как организующего органа при обращении взыскания на имущество кредитора, который, не обладая свойствами юридического лица, тем не менее, призван служить инструментом для формирования единой воли держателей облигаций в случае досрочного исполнения. Несмотря на то что обсуждение указанного законопроекта находится в настоящее время на начальном этапе, многие участники рынка с оптимизмом смотрят на перспективы его принятия.

На практике организации, выполняющие функции трасти, не склонны принимать самостоятельные решения об изменении условий облигационного займа, если только не имеет место незначительная или техническая ошибка в документации (из-за опасения претензий со стороны держателей), и будут добиваться согласия держателей. В таких случаях эмитент может использовать формальный запрос о согласии на отказ от прав или внесение изменений. Эмитент таким образом запрашивает согласие держателей облигаций на отказ от прав в связи с имевшим место нарушением или изменение условий выпуска, например на исключение финансовых обязательств, которые он больше не в состоянии соблюдать. Нередко для получения согласия держателей облигаций эмитенту может понадобиться предложить им дополнительное вознаграждение или досрочное погашение части долга. Также эмитент может предложить держателям обмен облигаций на новые бумаги на других условиях или с другим сроком погашения или выкуп облигаций на аукционе. Держатели долга, согласившиеся с условиями такого обмена или аукциона, обычно голосуют за одобрение решения общего собрания облигационеров, позволяющего эмитенту досрочно выкупить все облигации (в том числе облигации голосовавших против облигационеров) или исключить определенные события неисполнения обязательств и обязательства, что в теории должно сделать условия выпуска менее привлекательными для несогласных с офертой держателей и побудить их принять оферту. Возможность представления оферты на выкуп облигаций или обмен на новые ценные бумаги будет, вероятно, ограничена в любой юрисдикции положениями законодательства о ценных бумагах, а в случае оферты на обмен — также дополнительными требованиями, связанными с подготовкой документации по оферте в отношении новых ценных бумаг. В российском законодательстве вопросы новации обязательств по старому облигационному займу на новые обязательства проработаны недостаточно, в связи с чем процесс реструктуризации российских облигационных займов работает неэффективно. В частности, в российском законодательстве о рынке ценных бумаг не предусмотрен упрощенный порядок выпуска новых облигаций для обмена, что кажется важным условием успешной реструктуризации с учетом того, что переговоры о реструктуризации, как правило, проходят в сжатые сроки, и удерживать шаткий компромисс между интересами большинства облигационеров на протяжении длительного периода времени, необходимого для принятия решения о новой эмиссии и регистрации проспекта в ФСФР, не всегда представляется возможным.

В завершении необходимо отметить, что на эмитентов евроблигаций, допущенных к торгам на регулируемых рынках, распространяются требования об опубликовании внутренней информации (а именно неопубликованной информации об одном или более эмитенте, которая, будучи опубликованной, с высокой вероятностью может существенно отразиться на ценах соответствующих финансовых инструментов или производных от них деривативов). В России также существует обязанность эмитента публиковать информацию о существенных фактах. В связи с этим первым шагом на пути эмитента к реструктуризации выпуска как по еврооблигациям, так и по российским облигациям должна быть консультация с юридическим и финансовым консультантом на предмет раскрытия информации об эмитенте и выпуске.