



Актуальные правовые проблемы выпуска и размещения облигаций

Алексей Новожилов

Юридическая фирма «Линия права», Старший юрист

Регулирование долгового рынка — чрезвычайно ответственная и деликатная работа. Введение любого рода новаций требует очень взвешенного и согласованного подхода, именно такого рода действия ожидают от регулирующих органов участники долгового рынка. Можно с уверенностью утверждать, что Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг России в полной мере осознавала ответственность шагов в этом направлении при разработке новых стандартов эмиссии облигаций (Постановление № 27 ФКЦБ России от 19.10.2001 г.). Тем не менее, хотелось бы еще раз вернуться к обсуждению этого документа, обратить внимание на некоторые спорные моменты, подчеркнуть некоторые принципиально важные положения.

Эмитенты-математики

Одним из самых важных является вопрос о купонной ставке. Эмитент должен предложить такой механизм ее определения, чтобы, с одной стороны, ставка была привлекательна для инвестора, а с другой — цена заимствования была бы приемлема для эмитента. На Западе подобный вопрос может решиться довольно легко. Есть рынок межбанковского кредита, есть ставка ЛИБОР, к ней можно предложить определенную маржу, которая была бы интересна инвестору.

В наших условиях все не так просто. Объективных индикаторов рынка, к которым можно было бы «привязать» купонную ставку, практически нет. Ни ставка Центробанка, ни ставки на рынке межбанковского кредита, ни средневзвешенная доходность ОФЗ такими объективными показателями не являются. Хорошо известны ситуации, когда некоторые из этих показателей без всяких на то рыночных причин колебались настолько существенно, что эмитенты, «привязавшие» свои процентные ставки, скажем, к средневзвешенной доходности ОФЗ, оказались в весьма непростой ситуации.

Основная проблема в том, что никто не может гарантировать, что подобные ситуации не повторятся

в будущем. Конечно же, эмитенты стараются себя от них обезопасить. За последнее время эмитентами придумано немало придуманных изощренных формул, в которых за обилием цифр и невообразимым числом переменных скрывается достаточно очевидный факт: эмитент хочет определять в начале каждого купонного периода процент, который он выплатит владельцам облигаций. В конце концов, некоторые эмитенты перестали скрывать этот факт и начали прописывать такие условия в проспектах эмиссии. Примеры такого рода хорошо известны.

По понятным причинам, такое положение дел не могло понравиться ФКЦБ России, так как о какой-либо защите прав инвесторов речь здесь, конечно, не идет. Да и вообще, довольно странной выглядит ситуация, когда заемщик сам определяет, какой процент он выплатит впоследствии кредитору, причем и кредитор, когда дает займы, не знает величины этого процента. В течение всего последнего времени ФКЦБ по мере сил старалась бороться с таким положением дел, но поскольку ни закону, ни Стандартам формально ничего не противоречило, правовых аргументов было не так много, и в переговорах с регулирующим органом варианты, как говорится, были возможны.

С принятием новых Стандартов ситуация изменилась. В соответствии с п. 4.13 новых Стандартов формула определения «плавающей» процентной ставки по облигациям должна позволять определять размер дохода владельцев облигаций в зависимости от изменения указанных в формуле показателей (факторов), и эти факторы не могут изменяться в зависимости от желания эмитента. Это нововведение, несомненно, прибавит головной боли эмитентам и, в первую очередь, инвестиционным банкирам, и уже в этом году мы наверняка увидим усиление их творчества в изобретении новых, еще более замысловатых формул определения «плавающей» процентной ставки с нелепым числом «иксов» и «игреков». Задача юристов будет заключаться в том, чтобы доказывать Комиссии, что представленная эмитентом формула определения процентной ставки является объективной, и от желания эмитента в ней ничего не зависит.

Защищают Стандарты и юристы

Вообще, судя по тексту новых Стандартов, усилия ФКЦБ по защите прав инвесторов несомненны. Кроме ограничения усмотрения эмитента в вопросе определения

процентной ставки, следует отметить ужесточение регулирования в вопросе предоставления обеспечения по облигациям, и оферты по досрочному выкупу облигаций, и ряда иных вопросов. Однако в деле защиты прав инвесторов поле для деятельности юристов по-прежнему остается широким.

В частности, до сих пор отсутствует ясное правовое регулирование события дефолта по облигациям. Практикой уже выработан подход, в соответствии с которым, если эмитент хотя бы раз не выплатит купонный доход, владельцы облигаций вправе требовать их досрочного погашения. Такие условия эмиссии в настоящее время на рынке стали стандартными. Однако дальше этого практика пока не идет. В частности, в стандартных условиях эмиссии мне не приходилось встречать пунктов о так называемом кросс-дефолте, т.е. ситуации, при которой эмитент облигаций не выполняет какие-либо свои денежные обязательства, иные, чем те, которые вытекают из размещаемых облигаций. Причем сюда входят обязательства как перед владельцами облигаций, так и перед другими кредиторами.

А между тем условие о кросс-дефолте с 1937 г. существует в документе, который называется «Положение о простом и переводном векселе» (п. 43). Такие же условия являются стандартными в кредитных договорах, с участием как иностранных, так во многих случаях и российских банков. Эти же кредитные договоры в качестве события дефолта предусматривают и многие другие обстоятельства (возбуждение дела о банкротстве заемщика, нарушение им иных обязательств, например, непредставление кредиторам информации о своем текущем финансовом положении, а также нераскрытие кредиторам иной информации, определенной как существенная, или сообщение заведомо ложных сведений).

Представляется, что, если защита прав инвесторов действительно является приоритетом для участников рынка облигаций, следует задуматься о внедрении в практику эмиссии

облигаций такого регулирования события дефолта, которое присутствует в сходных правоотношениях, например, вексельных и кредитных. В настоящее время права владельцев облигаций в этом отношении защищены значительно слабее.

Новые Стандарты требуют от эмитента раскрытия очень большого количества информации. Все это, конечно, нужно и важно, но из всех видов ответственности за сообщение инвесторам ложных сведений в настоящее время присутствует только уголовная, установленная недавно принятым законом о внесении изменений в Уголовный кодекс РФ. Представляется, что участникам рынка следует самим проявить инициативу в деле защиты прав инвесторов, не ожидая новых радикальных инициатив законодателя.

Обеспечение и залог

Отдельно хотелось бы остановиться на проблеме предоставления обеспечения по облигациям. Требование о предоставлении обеспечения третьими лицами установлено законодательными актами, и в обозримом будущем вряд ли исчезнет. Между тем организация обеспечения очень часто является одной из основных проблем, которые приходится решать при подготовке выпуска. Банковская гарантия — самый надежный, и в то же время самый дорогой способ обеспечения.

Организация поручительства надежного, платежеспособного поручителя — тоже непростая проблема. Не секрет, что по старым Стандартам часто использовались схемы с поручительством непрозрачных, зачастую аффилированных с эмитентом структур. По новым Стандартам в регистрирующие органы необходимо предоставлять бухгалтерскую отчетность поручителя. Все это не облегчает жизни эмитентам и организаторам выпуска. Если учесть, что для инвестиционных банков привлекательны выпуски значительного объема (как правило, от 0,5 млрд. рублей), то организация обеспечения порой превращается в трудноразрешимую проблему, особенно для эмитентов

среднего калибра, которые в заемных средствах нуждаются не меньше, чем гиганты отечественной индустрии.

В таких условиях вполне естественно, что в поисках приемлемого обеспечения эмитенты все чаще обращаются к иным, кроме банковской гарантии и поручительства, способам обеспечения, предусмотренным законодательством. Однако здесь их ожидают существенные трудности юридического характера. Залог недвижимости третьими лицами при теперешнем состоянии законодательства об ипотеке трудно осуществить.

Представляется, что при индивидуальной неопределенности владельцев облигаций будет крайне затруднительно осуществить регистрацию ипотеки, и еще труднее — смену залогодержателя при обращении облигаций на вторичном рынке. В частности, в этом случае будет крайне тяжело оформить требуемое совместное заявление бывшего и нового залогодержателя и предоставить договоры об уступке требования по основному обязательству.

В случае залога акций Положение о ведении реестра требует указывать фамилии, имена, отчества, полные наименования залогодержателей. Снятие же залога должно осуществляться по совместному распоряжению залогодателя и залогодержателей или их уполномоченных представителей, что также создает известные трудности.

Проблемы залога недвижимости в обеспечение облигаций, по-видимому, нуждаются в законодательном регулировании. В то же время проблемы залога акций могут быть частично решены с помощью услуг номинального держателя, так как правила о депозитарной деятельности значительно более гибкие, чем правила о ведении реестра.

Права по обеспечению

В этой связи возникает еще одна проблема — возможности реализации владельцами облигаций своих прав по обеспечению. Она актуальна для всех способов обеспечения,

кроме, пожалуй, банковской гарантии.

При поручительстве подлинных экземпляров обеспечительной документации у владельцев облигаций своих экземпляров, очевидно, не будет. И хотя условия обеспечения подлежат включению в документы по эмиссии, вопрос о том, какому тексту должен отдаваться приоритет в случае расхождений в условиях обеспечения между подлинным экземпляром обеспечительной документации и документами по эмиссии, остается открытым.

В соответствии со ст. 18 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» в случае расхождений между текстом решения о выпуске ценных бумаг и данными, приведенными в сертификате эмиссионной ценной бумаги, владелец имеет право требовать осуществления прав, закрепленных этой ценной бумагой, в объеме, установленном сертификатом. Эмитент несет ответственность за несовпадение данных, содержащихся в сертификате эмиссионной ценной бумаги, с данными, содержащимися в решении о выпуске ценных бумаг, в соответствии с законодательством Российской Федерации.

В соответствии с новыми Стандартами эмиссии облигаций, в случае расхождений в тексте экземпляров в документах по эмиссии истинными считаются тексты документов, хранящиеся в регистрирующем органе. Однако в нормативных актах отсутствуют какие-либо указания на то, каким образом следует поступать в случае расхождений в условиях обеспечения между подлинным экземпляром обеспечительной документации и документами по эмиссии.

Данный вопрос может создать проблемы для реализации владельцем облигаций его прав по обеспечительной документации в отсутствие подлинника договора, в соответствии с которым предоставляется обеспечение. В частности, затруднения могут возникнуть при отстаивании владельцем облигаций своих прав в суде. Если отдать при-

оритет тексту сертификата или тексту документа, хранящегося в регистрирующем органе, это полностью не решит проблемы, к тому же трудности при реализации своих прав потенциально могут возникнуть у лица, предоставляющего обеспечение.

Права по залогу

Аналогичные вопросы могут возникнуть при реализации владельцами облигаций прав залога, особенно при недостаточной стоимости заложенного имущества для удовлетворения всех требований владельцев облигаций, например, вследствие падения рыночной стоимости ценных бумаг. Коллективные иски у нас, как известно, процессуальным законодательством пока не предусмотрены, а индивидуальным владельцам облигаций свои права реализовать будет трудно.

В этих условиях, как представляется, необходимы финансовые или иные учреждения с устойчивой репутацией, которые будут действовать исключительно в интересах владельцев облигаций в качестве их агентов или доверенных лиц для целей выпуска облигаций. Это позволит создать надежные, работающие механизмы реализации владельцами облигаций своих прав по обеспечению и начать использовать способы обеспечения выпуска облигаций, предусмотренные законом, но труднореализуемые в настоящее время (залог, способы, не предусмотренные законодательством, но предусмотренные договором, что допускается гражданским законодательством). В этом случае, в частности, вполне реально обеспечить обращение взыскания на заложенное имущество во внесудебном и судебном порядке, а также устранить многие проблемы нормативного регулирования, связанные с множественностью и индивидуальной неопределенностью владельцев облигаций.

Такого рода механизмы с использованием агентов или доверенных лиц для целей выпуска облигаций давно и успешно применяются в международной практике. Суще-

ствуют авторитетные специализированные организации, имеющие большой опыт работы на рынке в этом качестве.

Представляется, что имеющийся зарубежный опыт может и должен, по крайней мере, в какой-то части, быть использован и в России в интересах защиты прав инвесторов. Хотелось бы отметить, что «Линия права» приглашает к сотрудничеству коммерческие банки, депозитарии и другие заинтересованные организации для разработки новых эффективных схем организации обеспечения.

Представляется, что решение этих вопросов позволит увеличить объем размещаемых облигаций, расширить рынок и, в конечном счете, всем участникам рынка зарабатывать больше денег.

В заключение хочу сказать, что облигации представляют собой привлекательный, но достаточно сложный финансовый инструмент, правовое регулирование которого в настоящее время недостаточно гибко. Не случайно, многие компании реализуют вексельные программы, в том числе, и в связи с имеющимися техническими трудностями выпуска и размещения облигаций.

При этом вексельное право во многих отношениях еще более жесткое, и вексель по многим параметрам является еще менее гибким инструментом, чем облигация. В сравнении с западными странами вексель представляет собой во многом устаревший финансовый инструмент.

В связи с этим хотелось бы видеть на рынке движение вперед, к новым цивилизованным формам корпоративного долга и призвать участников рынка к совместной работе по совершенствованию практики выпуска и размещения облигаций, а также по разработке и продвижению новых, более гибких финансовых инструментов.■