



**СЕЛИВАНОВСКИЙ
АНТОН СЕРГЕЕВИЧ**

заместитель
заведующего кафедрой
предпринимательского
права НИУ ВШЭ,
кандидат юридических наук



**СЕЛИВАНОВСКАЯ
МАРИЯ ЕФИМОВНА**

старший преподаватель
кафедры
предпринимательского
права НИУ ВШЭ

ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ И ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ОБЛИГАЦИОНЕРОВ: КОМУ ВО БЛАГО?

В статье рассматривается инициатива по введению в российское законодательство двух новых институтов — представителя владельцев облигаций и общего собрания владельцев облигаций. Анализ правоотношений, возникающих между представителем владельцев облигаций и владельцами облигаций, а также между представителем владельцев облигаций и эмитентом позволяет выявить серьезный конфликт интересов.

Ключевые слова: представитель владельцев облигаций, конфликт интересов, облигации, общее собрание владельцев облигаций, трасти

В июньском номере журнала «Закон» была опубликована статья М.И. Малиновского «Собрание владельцев облигаций и их представитель». В этой статье уважаемый автор высказывает свой взгляд на целесообразность введения в российское законодательство новых институтов для развития инвестиционных отношений. Данная статья заканчивается выводом: «Резюмируя все сказанное выше, приходится сделать вывод о том, что проанализированные институты необходимы отечественному праву для дальнейшего развития финансового рынка и планируемого создания в Рос-

сии международного финансового центра». Речь идет о проекте федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон „О рынке ценных бумаг“»¹. ФСФР, разработавшая законопроект, декларирует, что он предусматривает введение общепризнанных механизмов, основанных на институте «представителя владельцев облигаций», призванного обеспечить

¹ Размещен на сайте Государственной Думы (www.duma.ru), был принят в первом чтении 23 сентября 2009 г.

надлежащий контроль над исполнением эмитентом облигаций своих обязательства, и институте «общего собрания владельцев облигаций», направленного на выработку владельцами облигаций единого решения по вопросам, связанным с исполнением обязательств по облигациям².

На наш взгляд, эти положения весьма дискуссионны. Для того чтобы оценить целесообразность введения этих институтов, прежде всего необходимо определить, с точки зрения чьих интересов будет производиться эта оценка: интересов эмитента или интересов инвесторов³. Если избрать такой метод оценки, целесообразность введения новых институтов вызывает множество вопросов.

Итак, законопроект предлагает введение в облигационные отношения двух новых институтов — представителя владельцев облигаций и общего собрания владельцев облигаций.

Сторонники законопроекта утверждают, что благодаря этим нововведениям мнение владельцев облигаций будет консолидировано и, соответственно, эмитенту-должнику будет труднее противостоять всем облигационерам сразу. Нам же представляется, что, напротив, именно эмитенту становится удобнее: ему приходится бороться против одного иска, а не противостоять наплыву многочисленных более мелких исков; сокращаются издержки. Кроме того, законопроект предоставляет эмитенту множество возможностей влиять на представителя владельцев облигаций, в то же время лишая самих владельцев возможности воспользоваться всей полнотой своих прав кредитора: для инвесторов новшества несут в себе больше минусов, чем преимуществ по сравнению с ныне действующим положением.

Предлагаем подробнее рассмотреть введение новых институтов с точки зрения механизмов, направленных на защиту прав инвесторов — владельцев облигаций.

² См. пресс-релиз ФСФР (http://old.ffms.ru/document.asp?ob_po=209985).

³ Интересы иных участников рынка, включая юристов, аудиторов, инвестиционных банкиров и профессиональных участников рынка ценных бумаг, в настоящей статье не рассматриваются.

Представитель владельцев облигаций

Эту фигуру нередко сравнивают с *trustee*, который существует в международной практике, поэтому для краткости мы будем использовать термин «трасти». Ряд специалистов, в том числе и М.И. Малиновский, полагают, что введение трасти поможет объединению и упорядочению действий владельцев облигаций и, следовательно, в большей степени защитит их интересы.

По нашему мнению, в статусе трасти изначально заложен глубокий конфликт интересов, который не позволит ему эффективно осуществлять защиту прав владельцев облигаций. Напротив, введение такого посредника будет на руку именно эмитентам.

Рассмотрим наши сомнения детально.

Право назначать и отстранять трасти

Законопроект устанавливает, что первоначально трасти назначается (избирается) эмитентом облигаций (ст. 27.1.2). При этом не затрагивается вопрос о юридической связи между эмитентом и трасти. Очевидно, что между ними заключается договор, который определяет права и обязанности сторон, в том числе размер (порядок определения размера) вознаграждения трасти, порядок и сроки его выплаты, основания его прекращения и многое другое. Вероятно, это должен быть договор возмездного оказания услуг.

Отметим, что договор между эмитентом и трасти не является составной частью эмиссионной документации, у владельцев облигаций не возникает никаких прав по данному договору, они даже не вправе ознакомиться с его текстом.

Учитывая, что законопроект наделяет эмитента правом назначать трасти (при выпуске облигаций инвесторы не участвуют в выборе трасти, они лишь могут впоследствии заменить его — подробнее об этом см. ниже), очевидно, что эмитент при назначении трасти будет тщательно подбирать кандидата — с таким расчетом, чтобы тот впоследствии

не слишком рьяно использовал свои права против эмитента.

Как известно, гражданско-правовой договор может быть прекращен по различным основаниям, в частности в нем могут быть установлены основания досрочного прекращения. Договор возмездного оказания услуг может быть расторгнут заказчиком в одностороннем порядке в любое время. Следовательно, существует опасность, что эмитент в преддверии дефолта или после него воспользуется этим своим правом и расторгнет договор с трасти. Учитывая особый статус трасти и его роль, определенную законопроектом, интересы владельцев облигаций окажутся незащищенными на неопределенное время (хотя и установлено, что эмитент должен назначить нового трасти в 30-дневный срок, однако последствия неисполнения данной обязанности не установлены).

Право владельцев облигаций заменить трасти

Законопроект предусматривает право общего собрания владельцев облигаций в любое время заменить трасти. Однако такая замена требует внесения соответствующих изменений в решение о выпуске облигаций. Это означает, что эмитент, приняв подобное решение, должен представить в ФСФР соответствующие документы. Кроме того, встает вопрос о заключении договора между эмитентом и новым трасти.

Таким образом, замена трасти оказывается под контролем эмитента: он как минимум может влиять на сроки вступления нового трасти в полномочия, а в ситуации дефолта такая задержка может оказаться решающей, поскольку к тому моменту, когда новый трасти вступит в должность, активы эмитента могут быть уже выведены и владельцы облигаций окажутся у разбитого корыта.

Полномочия трасти

Законопроект устанавливает весьма жесткое правило: в случае назначения (избрания) трасти только он может от имени владельцев облигаций предъявлять требование об исполнении обязательств по облигациям, а также обращаться в арбитражный суд с таким

требованием. Владельцы облигаций не вправе заявлять подобные требования самостоятельно⁴.

Данное правило вызывает большие опасения, поскольку от реализации трасти этих своих полномочий зависит очень многое. Законопроект не определяет, как трасти должен предъявлять эмитенту указанное требование, а ведь быстрота предъявления и качество иска влияют на быстроту и результат рассмотрения дела.

|| Нескорое предъявление иска и неспешное ведение дела предоставляют эмитенту возможность выводить активы.

Кроме того, нередко для получения исполнения по обязательству целесообразно не только предъявление соответствующего требования непосредственно должнику, но и проведение ряда иных мероприятий — таких, как переговоры с эмитентом о реструктуризации, проверка отчетности и основных сделок эмитента, проверка поручителей и их финансового состояния, экспертиза представленного плана реструктуризации, подача заявлений о привлечении к ответственности руководителей и контролирующих лиц эмитента, заявление ходатайств об обеспечительных мерах, оспаривание некоторых сделок эмитента. Трасти же вовсе не обязан осуществлять эти мероприятия, что значительно уменьшает возможности инвесторов получить возмещение. Конечно, инвесторы не лишены права производить все эти мероприятия самостоятельно, но в таком случае трудно говорить об уменьшении их расходов (сделать это самостоятельно смогут немногие инвесторы, большинству придется привлекать специалистов — финансистов, юристов), и главное — все эти мероприятия вне связи с основным требованием (иском) о погашении облигаций не принесут желаемого эффекта.

Таким образом, весьма вероятно возникновение ситуации, когда трасти по тем или иным причинам (с умыслом или в результате небрежности или недостаточной компетентности) не предпринимает всех необходимых

⁴ Владельцы облигаций имеют возможность самостоятельно предъявить эмитенту или поручителю требование, если трасти не предъявил такое требование в течение двух месяцев с даты возникновения соответствующего права. Однако нельзя исключить ситуацию, когда трасти направит такое требование в последний день срока, но допустит при этом какие-либо неточности в требовании (недостатки требования будут служить основанием для его возврата).



действий против эмитента, владельцы облигаций оказываются беззащитны, поскольку не вправе действовать самостоятельно, а недобросовестный эмитент тем временем уводит активы, лишая инвесторов последней возможности получить свои деньги.

Оплата услуг трасти и возмещение его расходов

Одним из важнейших доводов за введение института трасти является сокращение расходов инвесторов. Этот довод вызывает существенные сомнения по ряду причин. Одну из них называет М.И. Малиновский: «Затраты закладываются в стоимость сделки и оплачиваются эмитентом преимущественно до размещения облигаций. Это, в свою очередь, отражается на стоимости привлекаемого капитала». Кроме того, выше мы упоминали ситуацию, когда для эффективного взыскания по облигациям необходим целый комплекс мероприятий, расходы по которым ложатся на владельцев облигаций.

Эти причины носят чисто экономический характер, а в правовой сфере довод о сокращении расходов инвесторов выглядит еще более беспомощным.

Законопроект определяет, что оплату трасти осуществляет эмитент⁵. В то же время законопроект налагает на трасти значительный объем обязанностей, направленных на защиту интересов владельцев облигаций, т.е. против эмитента:

- выявление обстоятельств, которые могут повлечь нарушения прав и законных интересов владельцев облигаций;
- контроль исполнения эмитентом обязательств по облигациям;
- контроль состояния имущества, являющегося обеспечением исполнения обязательств по облигациям с залоговым обеспечением;

⁵ При этом предусмотрено, что максимальный размер оплаты таких услуг будет ограничен определенной суммой, устанавливаемой федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Целесообразность законодательного регулирования данного вопроса также вызывает большие сомнения.

- осуществление мер, направленных на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций.

Возникает совершенно парадоксальная ситуация: эмитент заключает договор с трасти и платит ему вознаграждение, а действовать при этом трасти должен в интересах третьих лиц — владельцев облигаций, с которым у трасти нет договора и которые не платят ему вознаграждения.

При этом в договоре эмитента с трасти могут скрываться некоторые весьма щекотливые положения: к примеру, эмитент платит «символическое» вознаграждение трасти (нетрудно догадаться, что в случае дефолта мотивация трасти тоже будет «символической»). Срок полномочий трасти, в принципе, должен ограничиваться моментом погашения облигаций, однако нельзя исключить определения в договоре между эмитентом и трасти иных сроков. Кроме того, эмитент в определенный момент может перестать выплачивать вознаграждение трасти, что может привести к расторжению договора.

Необходимо также отметить, что законопроект никак не регламентирует вопрос возмещения расходов, которые может понести трасти при исполнении своих обязанностей. А расходы для надлежащей защиты интересов владельцев облигаций могут быть существенными: госпошлина, расходы на внешних консультантов (юристов, оценщиков, аудиторов и пр.), привлечение которых целесообразно для наилучшей защиты интересов держателей облигаций⁶.

Ответственность трасти

Законопроект вводит ограничение ответственности трасти: он несет ответственность перед владельцами облигаций за убытки, причиненные его виновными действиями (бездействием). Однако следует оценить, каким образом владелец облигаций (инвестор) будет привлекать к ответственности нерадивого трасти.

⁶ Законопроект устанавливает, что трасти осуществляет возложенные на него обязанности лично (п. 11 ст. 27.1.2). Однако для выполнения многих действий на высоком профессиональном уровне целесообразно, чтобы трасти имел возможность привлечь внешних консультантов.

Как известно, для привлечения лица к гражданской ответственности необходим состав соответствующего правонарушения:

- противоправное деяние;
- наличие неблагоприятных последствий (убытков);
- причинно-следственная связь между противоправным деянием лица и убытками;
- вина данного лица (нарушителя).

Следует иметь в виду, что бремя доказывания наличия указанного состава лежит в данном случае на лице, чье право нарушено, — на владельце облигаций (инвесторе). Иными словами, инвестор должен будет доказывать, что трасти при исполнении своих обязанностей действовал не в интересах владельцев облигаций, осуществлял права и исполнял обязанности в отношении владельцев облигаций недобросовестно и неразумно, что именно из-за его нерадивых действий инвестор не смог получить погашение своих инвестиций в облигации эмитента. При этом срок обращения инвестора с иском к трасти не должен превышать трех лет с даты недолжных действий (бездействия) трасти по отношению к эмитенту.

По нашему мнению, судебные перспективы инвестора по иску к трасти минимальны, а следовательно, интересы инвестора не получают лучшей защиты, чем при отсутствии института трасти, даже наоборот — ведь инвестор лишается возможности самостоятельно защищать свои интересы.

Финансовая состоятельность трасти

Законопроект устанавливает, что кандидат на роль трасти должен быть профессиональным участником рынка ценных бумаг и быть брокером, управляющим, управляющей компанией ПИФ и НПФ, специализированным депозитарием ПИФ и НПФ. В качестве трасти может выступать также иное юридическое лицо, созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации и отвечающее следующим требованиям:

- существует не менее трех лет;

■ оказывает аудиторские, консультационные и (или) юридические услуги;

■ стоимость его чистых активов по данным последней бухгалтерской отчетности должна превышать 1 млн руб.;

■ компания должна получить аккредитацию в ФСФР.

Как можно видеть, законопроект допускает возможность выполнения функций трасти компаниями, которые не имеют средств, сопоставимых с потенциальным размером убытков от неисполнения обязательств по облигациям. Не секрет, что эмиссий облигаций на сумму 1 млн руб. или 5 млн руб.⁷ на российском рынке нет.

Все это означает, что даже в том случае, если инвесторам удастся доказать вину трасти в возникновении убытков по облигациям, у них может не оказаться реальной возможности получить соответствующее возмещение.

Итак, хотя рассматриваемый законопроект и предусматривает обязанность трасти «действовать в интересах владельцев облигаций, осуществлять права и исполнять обязанности в отношении владельцев облигаций добросовестно и разумно», однако при этом не только не предусматривает механизмы, обеспечивающие выполнение этой обязанности, но и содержит положения, делающие такое выполнение противоестественным: трасти несет обязательства перед неопределенным кругом лиц — владельцев облигаций, состав которых может постоянно меняться, а контролировать трасти должен эмитент, который выбирает, назначает его, заключает с ним договор и платит ему вознаграждение.

Нередко приводится ссылка на международную практику использования *trustee*. Следует иметь в виду, что этот опыт не лишен недостатков. Так, например, российские эмитенты часто выпускали ценные бумаги по иностранному праву (*LPN* — *Loan Participation Notes*), которые предполагали участие *trustee*. Примечательно, что в случае дефолта по таким ценным бумагам держатели «российских» *LPN* столкнулись с тем, что *trustee* требуется значительное время для принятия решения о каких-либо действиях по *LPN*.

⁷ Брокеры должны иметь собственный капитал в размере не менее 35 млн руб.



Основные проблемы связаны с тем, что вознаграждение компаниям за выполнение функций *trustee* в последнее время стали весьма скромными, в то время как ответственность трасти за неверные действия сохраняется в полном объеме.

В результате такого сокращения расходов на размещение ценных бумаг, функции *trustee* выполняют компании, которые, с одной стороны, не обладают материальными и профессиональными ресурсами для решения возникающих проблем, а с другой стороны, продолжают выполнять эти функции по значительному количеству выпусков. Поскольку подобные недостатки *trustee* обнаружались в условиях кризиса в международной практике (наличие *trustee* не избавляет держателей ценных бумаг от необходимости решать проблемы с неплатежом эмитента), в России, где нет никакого опыта использования подобных представителей, трасти тем более не станет решением проблем облигационеров.

Общее собрание облигационеров

Компетенцию общего собрания облигационеров в соответствии с названным законопроектом составляют следующие вопросы:

- изменение эмиссионных документов;
- непредъявление требований о досрочном погашении облигаций, требований к лицам, предоставившим обеспечение;
- предоставление эмитенту отсрочки исполнения обязательств;
- согласование условий прекращения обязательств эмитента;
- избрание или замена трасти;
- отзыв требования трасти о досрочном погашении облигаций.

Установлено достаточно жесткое правило: решение общего собрания является обязательным для всех владельцев облигаций, в том числе для владельцев

облигаций, которые голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании. Решения на общем собрании принимаются большинством (по отношению ко всему выпуску) голосов по принципу «одна облигация — один голос» (голоса эмитента и его аффилированных лиц не учитываются).

Общее собрание созывается отдельно по каждому выпуску облигаций, за исключением нескольких выпусков с единым обеспечением, по инициативе эмитента, трасти или лица, владеющего 10% облигаций.

Основываясь на данных положениях, эмитент при несложном творческом осмыслении предоставленных законопроектом возможностей получит новые механизмы уклонения от исполнения обязательств по облигациям. Отметим, что уже сейчас в реализуемых реструктуризациях дефолтных облигаций можно обнаружить, что эмитент размещает «новых облигаций» на 10—20% больше, чем «старых облигаций». Несложно догадаться, что излишком новых облигаций будут владеть дружественные эмитенту компании, формально не являющиеся аффилированными. Соответственно, эмитент-должник будет контролировать решения общего собрания облигационеров.

Представленный анализ показывает, по нашему мнению, что рассмотренный законопроект в редакции, принятой Государственной Думой в первом чтении, недостаточно проработан и создает дополнительные механизмы защиты прав должников-эмитентов, заинтересованных в затягивании возврата своих долгов и манипулировании процессом, но никак не механизмы защиты кредиторов — владельцев облигаций. Кроме того, введение новых институтов повлечет удорожание выпуска облигаций.

Основываясь на нашем участии в целом ряде проектов, связанных с дефолтами и реструктуризациями по облигациям, мы придерживаемся мнения о том, что введение институтов представителя держателей облигаций и общего собрания держателей облигаций, предлагаемых с учетом механизмов, представленных в законопроекте, не позволит обеспечить выпускам облигаций стабильность и долгосрочность и не сможет повысить доверие инвесторов. А без такого доверия невозможно и развитие самого финансового рынка.