



Малиновский М.
Партнер
Legal Capital Partners



Тимофеев А.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ДЕФОЛТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

[Оригинальная статья была опубликована в журнале «Рынок ценных бумаг» за июнь 2009 г.]

В статье описаны основные модели реструктуризации дефолтных облигаций в России и освещены некоторые присущие им правовые риски.

В 2008 г. в России развилось новое направление юридического консалтинга – сопровождение реструктуризации облигационных займов, по которым эмитентом допущен (либо планируется) дефолт. Первое, с чем столкнулись участники рынка, – это полное отсутствие нормативной базы для урегулирования отношений между владельцами облигаций и эмитентом в случае возникновения дефолта¹. В правовом аспекте отсутствие достаточного регулирования позволило участникам рынка почувствовать все преимущества отнесения института ценных бумаг к гражданскому праву, что разрешает максимально использовать диспозитивность данной отрасли права. В связи с этим участники гражданского оборота самостоятельно выработали решение многих

вопросов, связанных с реструктуризацией облигационных займов.

По состоянию на 16 мая 2009 г. неисполнение по облигационным займам допустили 142 эмитента². По мнению многих аналитиков, указанная статистика до конца осени 2009 г. будет только расти, поскольку многие компании не имеют реальной возможности пополнить оборотные активы. В связи с этим, на наш взгляд, данная тема еще долго останется актуальной для участников российского фондового рынка.

СПОСОБЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ И ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ВЫБОР МОДЕЛИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Реализуемые в настоящее время способы реструктуризации облигационных займов могут быть разделены на 3 базовые модели:

- обязательственную;
- встречное предоставление имущества;
- допуск владельцев облигации к участию в капитале эмитента.

Данные модели являются базовыми, каждый конкретный проект по реструктуризации имеет, как правило, большое количество особенностей.

Выбор определенной модели зависит от ряда факторов. С юридической точки зрения выбор модели зависит от типа дефолта (по оферте, купону, погашению). Фактически выбор модели обусловлен следующими факторами:

- готовностью владельцев облигаций и эмитента к реструктуризации облигационного займа;

¹ В данной статье под реструктуризацией понимается изменение порядка и сроков исполнения обязательств эмитента по облигациям либо удовлетворение требований владельцев облигаций путем предоставления им иного имущества.

² Здесь и далее сведения приведены на основании данных Информационного агентства Cbonds.

- степенью защиты интересов владельцев облигаций;
- степенью защиты интересов эмитента;
- степени консервативности владельцев облигаций;
- финансовым состоянием эмитента (готовность погасить часть требований, наличие высокой дебиторской задолженности в активе и т. д.);
- соблюдением баланса интересов владельцев облигации, эмитента и государства (государство не должно препятствовать реструктуризации).

Отличием дефолтного облигационного займа является отсутствие в нем экономически сильной стороны.

С одной стороны, владельцы облигаций нередко сталкиваются с объективной невозможностью удовлетворения своих требований за счет эмитента, связанной с отсутствием у него необходимых активов (в качестве выпуска облигаций, как правило, оформляются крупные займы, размеры которых варьируют в среднем от 1 до 7 млрд руб.). В связи с этим имеющиеся в их распоряжении правовые процедуры давления на эмитента малоэффективны.

С другой стороны, если эмитент находится на грани банкротства, единственным способом спасения для него является предоставление отсрочки исполнения обязательств из облигаций. Исходя из нашей практики, мы можем констатировать, что готовность эмитента бороться за свое существование и желание избежать банкротства являются хорошими признаками стремления эмитента к партнерству с владельцами облигаций. Кроме того, сегодня наш опыт позволяет выявить следующую закономерность: имеющий лучшее финансовое положение эмитент может рассчитывать на более мягкую форму реструктуризации облигационного займа и более высокую степень защиты его интересов.

ОБЯЗАТЕЛЬСТВЕННАЯ МОДЕЛЬ

Неисполненные обязательства эмитента (просим прощения за вынужденную тавтологию) являются **обязательствами**, т. е. на них распространяются все правила ГК РФ о прекращении и изменении прав и обязанностей сторон в рамках обязательственных правоотношений. Данный тезис является основой для осуществления реструктуризации в рамках обязательственной модели. Как правило, данная модель используется для «прохождения» эмитентом офферта на приобретение облигаций.

Владельцы облигаций нередко сталкиваются с объективной невозможностью удовлетворения своих требований за счет эмитента, связанной с отсутствием у него необходимых активов.

Реализация указанной модели предусматривает достижение договоренности между владельцами облигаций и эмитентом о реструктуризации, которая может предусматривать принятие эмитентом на себя каких-либо дополнительных обязательств. Принятие таких обязательств оформляется путем составления соглашения (или нескольких связанных соглашений) между эмитентом и владельцами облигаций, которое регламентирует порядок исполнения обязательств по облигациям вплоть до погашения дефолтных облигаций. Причем такое соглашение может иметь элементы предварительной договоренности, если на основании него стороны будут заключать какие-либо договоры в будущем, например договор выкупа части облигаций в определенные сторонами даты. Стороны (владелец облигаций и эмитент) путем заключения указанного соглашения предусматривают прекращение неисполненных эмитентом обязательств. К примеру, сторонами может быть предусмотрено, что обязанность эмитента приобрести у акцептовавших офферту владельцев облигации прекращается, а между сторонами возникают новые отношения по приобретению облигаций, в рамках которых облигации должны быть приобретены в иные сроки. При этом такие новые обязательства могут быть дополнительно обеспечены как самим эмитентом, так и третьими лицами. К примеру, эмитенту

необходимо пройти оферту по приобретению облигаций. В этом случае данная модель имеет, как правило, следующие этапы:

- **установление сроков реструктуризации**, которое предполагает определение сторонами сроков погашения эмитентом всей суммы облигационного долга. При этом погашение осуществляется поэтапно в определенные сторонами даты (далее совместно – даты исполнения, а по отдельности – дата исполнения). Предполагается, что даты исполнения соответствуют датам, в которые эмитент обязан исполнить какое-либо обязательство по облигациям (включая обязанность выкупить облигации по обязательной оферте);
- **определение количества облигаций**, обязательства по которым эмитент может исполнить в даты исполнения (далее – выкупаемые облигации);
- **заключение встречных договоров купли-продажи облигаций**, по одному из которых эмитент обязуется купить облигации у владельцев облигаций, а по другому – обязуется продать облигации, но в количестве, уменьшенном на количество выкупаемых облигаций.

Заключение именно встречных договоров купли-продажи обусловлено необходимостью реализации данной модели на торгах фондовой биржи.

При реализации данной модели в дату исполнения владельцы облигаций получают сумму, которая соответствует цене за выкупаемые облигации, и осуществляют передачу выкупаемых облигаций. При этом владелец облигаций лишается возможности исполнить указанные договоры, в случае если в дату исполнения на их счете отсутствует необходимое количество облигаций. Таким образом, у владельцев облигаций появляется экономический стимул не избавляться от дефолтных облигаций до наступления даты исполнения и не предъявлять их к исполнению не в рамках заключенных договоров.

Договорами может предусматриваться как реальная передача на счет эмитента всех облигаций в дату исполнения (сильная защита эмитента) и возвращение владельцам облигаций по второму договору купли-продажи тех облигаций, за которые деньги владельцы не получают, так и передача на счет эмитента в дату исполнения лишь выкупаемых облигаций. Во втором случае сторонами, как правило, используется механизм приобретения облигаций на торгах Фондовой биржи ММВБ в режиме переговорных сделок (далее – РПС) с использованием кода расчетов В0. Использование кода расчетов В0 в РПС позволяет сторонам не производить реального исполнения взаимных однородных обязательств. Стороны также не должны предоставлять обеспечение своего исполнения (п. 1.1.14 Правил проведения торгов по ценным бумагам в ФБ ММВБ, утвержденных советом директоров ФБ ММВБ 3 февраля 2009 г. Протокол № 10).

При реализации данной модели возможно усиление защиты как владельцев облигаций, так и эмитента:

- в отношении владельцев облигаций это возможно при реализации данной модели реструктуризации путем предоставления эмитентом дополнительного обеспечения исполнения указанных выше договоров купли-продажи;
- в отношении эмитента – путем передачи дефолтных облигаций в собственность специально созданному владельцами облигаций юридическому лицу, что позволит прочно консолидировать права всех владельцев облигаций в рамках одной компании, с которой эмитент будет связан соглашением о конфиденциальности.

Признавая в целом правомерность данной модели, мы можем выделить некоторые незначительные, на наш взгляд, риски, присущие данной модели. К ним следует отнести возможность оспаривания договоров как мнимых (заключаемые договоры не направлены на выкуп всех облигаций – у эмитента для этого нет достаточного количества денег) либо притворных (договоры о выкупе облигаций направлены

не для передачи облигация, а для замены неисполненных обязательств). Ниже приведены некоторые контраргументы, позволяющие рассматривать данные риски как незначительные.

Мнимая сделка

В соответствии с п. 1 ст. 170 ГК РФ мнимой признается сделка, совершенная лишь для вида, без намерения создать соответствующие ей правовые последствия.

Признание сделки ничтожной по причине ее мнимости происходит в случаях, когда стороны пытаются использовать «слабые места» смежных законодательств, например налогового или земельного³, либо практикуются незаконные действия по выводу денежных средств и иных активов, зачастую сопряженные с грубыми нарушениями должностными лицами законодательства Российской Федерации (подделка документов и т. д.)⁴.

Правовая природа рассматриваемых договоров в рамках реструктуризации не содержит подобных пороков, намерение сторон очевидно направлено на реструктуризацию обязательств по выкупу облигаций в согласованные сторонами сроки и в согласованном порядке.

Притворная сделка

При квалификации сделки в качестве притворной суды руководствуются следующими критериями:

- цель притворной сделки – достижение других правовых последствий и прикрытие иной воли всех участников сделки. Намерения одного участника сделки на совершение притворной сделки для применения нормы о ничтожности данной сделки недостаточно⁵;
- не совершение действий (не исполнение прав и обязанностей), которые предусматриваются данной сделкой⁶;
- притворная сделка должна быть совершена между теми же сторонами, что и «прикрываемая сделка»⁷.

В соответствии с п. 2 ст. 170 ГК РФ притворная сделка, т. е. сделка, совершенная с целью прикрыть другую сделку, ничтожна. К сделке, которую стороны действительно имели в виду, с учетом существа сделки, применяют относящиеся к ней правила. Таким образом, негативным последствием признания соглашений о реструктуризации притворной сделкой будет квалификация их как сложного договора, содержащего элементы купли-продажи и соглашения о новации.

³ Так, признана мнимой сделка по приобретению несуществующих объектов недвижимости — зданий без намерения обусловить возникновение права собственности на указанные здания, но с намерением обусловить возникновение оснований для приобретения земельных участков (Определение ВАС РФ от 23 июля 2008 г. № 9205/08 по делу № А56-12086/07). Мнимыми сделками признаются договоры подряда или оказания услуг, по которым передаются деньги в их оплату, а услуги, работы фактически не предоставляются (такие договоры используются как средство для безосновательного вывода денежных средств, подробнее см.: Определение ВАС РФ от 21 июля 2008 г. № 8791/08 по делу № А73-9137/2007-73).

⁴ См.: Определение ВАС РФ от 17 июля 2008 г. № 6864/08 по делу № А41-К1-6057/07.

⁵ Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 25 января 2007 г. № А33-10792/06-Ф02-7479/06-С1, Постановление ФАС Волго-Вятского округа от 23 октября 2006 г. № А43-2695/2006-2-47, Постановление Президиума ВАС РФ от 2 августа 2005 г. № 2601/05.

⁶ См. например, Постановление ФАС Центрального округа от 11 декабря 2006 г. № А08-13892/05-4.

⁷ См. например, Постановление Президиума ВАС РФ от 2 августа 2005 г. № 2601/05, Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 25 января 2007 № А33-10792/06-Ф02-7479/06-С1.

МОДЕЛЬ ВСТРЕЧНОГО ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ИМУЩЕСТВА

Данная модель предусматривает замену дефолтных облигаций иным имуществом, как правило, новыми облигациями с более высокими ставками купонного дохода (разница между купонным доходом по дефолтным облигациям и купонным доходом новых облигаций составляет плату за реструктуризацию).

Эта модель сегодня активно используется и имеет ряд особенностей. Так, в соответствии с ч. 2 ст. 34 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»: *«Оплата иных эмиссионных ценных бумаг (не акций) может осуществляться только деньгами»*. Таким образом, законодательством не допускается оплата облигаций акционерных обществ другими ценными бумагами. Мы не будем подробно анализировать данное ограничение, скажем лишь, что в сегодняшних условиях оно вряд ли имеет экономическое и правовое обоснование. Впрочем, насколько нам известно, участники рынка находят способы правомерного и эффективного преодоления данного ограничения (что, впрочем, еще раз доказывает, что запреты в гражданском праве плохо работают, если не имеют под собой необходимого обоснования).

Модель, предусматривающая замену дефолтных облигаций новыми облигациями, включает в себя, как правило, следующие этапы:

- достижение договоренности по срокам обращения и иным параметрам новых облигаций;
- определение приобретателя новых облигаций (как правило, из числа аффилированных с эмитентом лиц);
- эмиссию новых облигаций;
- заключение встречных договоров купли-продажи между владельцами облигаций и аффилированным лицом эмитента (разница между ценой продажи дефолтных облигаций и ценной покупки новых облигаций может составлять сумму, которую эмитент должен выплатить на момент осуществления реструктуризации);
- погашение дефолтных облигаций и начало обращения новых облигаций.

Усиление защиты владельцев облигаций возможно путем выпуска конвертируемых в акции эмитента облигаций, а также путем включения в параметры выпуска новых облигаций дополнительных опций (например, амортизацию облигаций начиная, к примеру, со второго купона и т. д.).

Срок реализации указанной модели зависит от скорости достижения договоренности и равен, как правило, 2 мес. (включая срок эмиссии новых облигаций).

Законодательством не допускается оплата облигаций акционерных обществ другими ценными бумагами. В сегодняшних условиях данное ограничение вряд ли имеет экономическое и правовое обоснование.

Хотелось бы остановиться кратко на рисках, сопутствующих выпуску конвертируемых в акции облигаций. Данная модель весьма привлекательна для владельцев дефолтных облигаций. С одной стороны, они продолжают получать доход от вложения денег (купон), с другой — могут выгодно сыграть на восстановлении финансового положения эмитента (выгодно получив при желании уже оплаченные акции, цена на которые к моменту конвертации вполне может вырасти). Существенным усилением защиты владельцев облигаций может быть предоставление права на конвертацию в случае невыплаты купона по облигации. Однако и в этом случае нормативная база не совсем готова к появлению такого инструмента, поскольку согласие эмитента на конвертацию в момент реструктуризации не подтверждается эффективным правом владельца облигаций принудить его к выпуску акций, в которые конвертация должна быть осуществлена.

Можно отметить следующий существенный юридический риск.

Решение о выпуске конвертируемых в акции облигаций должно содержать порядок конвертации. В частности, решением о таком выпуске предусматривается срок принятия решения о размещении акций, в которые облигации должны быть конвертированы. Принять решение о размещении таких акций в будущем должны по общему правилу акционеры эмитента. Фактически это означает, что, если эмитент не станет выпускать акции и владельцы конвертируемых облигаций захотят обратиться с требованием о конвертации в суд⁸, к делу будут привлекаться третьи лица, акционеры эмитента, поскольку суд обяжет принять решение о размещении прежде всего их. Однако здесь может возникнуть серьезная проблема: сменившиеся к тому времени акционеры эмитента принимать какие-либо решения о размещении акций не обязаны, все обязательства в рамках облигации лежат на эмитенте. Очевидно, что судебной практике в таком случае придется искать справедливое решение в отсутствии необходимой правовой базы, что займет время, которое может оказаться дороже денег. Попутно отметим, что указанный риск – не единственный, присущий конвертируемым облигациям.

Существенным усилением защиты владельцев облигаций может быть предоставление права на конвертацию в случае невыплаты купона по облигации.

МОДЕЛЬ ДОПУСКА ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ К УЧАСТИЮ В КАПИТАЛЕ ЭМИТЕНТА

Обратимся к наиболее выгодной для владельцев облигаций форме реструктуризации. Данная модель предусматривает замену дефолтных облигаций на обыкновенные или привилегированные акции эмитента. В связи с этим ее реализация предусматривает допуск владельцев облигаций к оперативному управлению эмитентом, в чем и заключается ее отличие от предыдущей модели. На такой вариант реструктуризации облигационного займа могут согласиться эмитенты с крайне слабым финансовым положением, для которых это единственный способ избежать банкротства.

Данная модель имеет 3 основных способа реализации:

- выпуск новых акций, оплата которых осуществляется дефолтными облигациями;
- обмен дефолтных облигаций на акции, принадлежащие акционерам эмитента;
- заключение опционного соглашения между владельцами дефолтных облигаций и акционерами эмитента.

Выпуск новых акций, оплата которых осуществляется дефолтными облигациями.

Данный способ включает в себя следующие этапы:

- определение типа выпускаемых акций (обыкновенные или привилегированные);
- денежная оценка дефолтных облигаций, вносимых в оплату акций;
- эмиссия акций и передачу дефолтных облигаций на баланс эмитента в качестве оплаты акций;
- погашение дефолтных облигаций, полученных эмитентом.

Срок реализации указанной модели зависит от скорости достижения договоренности и составляет, как правило, 2 мес. (включая срок эмиссии акций).

⁸ Здесь мы не анализируем саму возможность обращения с требованием в суд об исполнении такого обязательства в натуре, которая само по себе, по мнению некоторых юристов, является спорной.

Обмен дефолтных облигаций на акции, принадлежащие акционерам эмитента, и заключение опционного соглашения между владельцами дефолтных облигаций и акционерами эмитента весьма похожи и предусматривают достижение договоренности между владельцами облигаций и акционерами эмитента. Суть договоренности может быть различной: либо заключение сделки мены (встречной купли-продажи) между акционерами эмитента и владельцами облигаций, либо обязательство акционеров эмитента продать по определенной льготной цене акции в будущем в обмен на прощение долга (предоставление *call option*). Срок реализации указанной модели зависит от скорости достижения договоренности.