



Малиновский М.
Партнер Legal Capital Partners

ВЫКУП ОБЛИГАЦИЙ С ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА

[Оригинальная статья была опубликована в журнале «Рынок ценных бумаг» за 2008 г.]

Естественным двигателем капиталистических отношений, по утверждению классиков экономической теории (А. Смит, Д. Кейнс, К. Маркс), являются отношения кредита. Юридически указанные отношения могут оформляться разными способами - от заключения договоров займа (кредита) до выпуска долговых ценных бумаг, в первую очередь облигаций.

Таким образом, облигации с экономической точки зрения - это отношения кредита, юридически оформляемые выпуском в оборот ценных бумаг должником (эмитентом).

Преимущества эмиссии облигаций для эмитента:

Эмиссия облигации позволяет привлечь крупные денежные средства от участников фондового рынка.

Привлекаемые денежные средства, как правило, являются «длинными», т. е. подлежат возврату через длительный период времени (3-5 лет, хотя могут быть более продолжительные выпуски).

Процентную ставку определяет рынок, что часто позволяет привлечь деньги по ставке ниже, чем предлагается большинством банков.

Размещение облигаций по открытой подписке переводит компанию в категорию публичных, что увеличивает доверие к ней и, следовательно, позитивно влияет на репутацию компании, а хорошая репутация (которая может подтверждаться рейтинговыми агентствами) серьезно влияет на размер кредитной ставки для компании.

Компания может расширить перечень потенциальных кредиторов, в частности за счет пенсионных фондов и управляющих компаний, размещающих пенсионные накопления граждан (в соответствии со ст. 26 Федерального закона от 24 июля

2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации»).

Во всем развитом мире сегодня облигации являются эмиссионными бумагами, т. е. находятся под особым контролем со стороны государства (Securities and Exchange Commission (SEC) в США, United Kingdom Listing Authority (UKLA) в Великобритании, ФСФР и ЦБ РФ в России).

Облигационный заем – альтернатива банковскому кредиту, вследствие чего выпуск облигаций снижает зависимость эмитента от конкретных банков и позволяет диверсифицировать источники финансирования.

Недостатком размещения облигаций считаются достаточно высокие затраты на размещение облигации (к ним относятся вознаграждения андеррайтерам, различным консультантам, оплата государственной пошлины, если осуществляется листинг облигаций, затраты на биржу), а также необходимость публичного раскрытия информации.

Для инвесторов облигации также представляют большой интерес:

- это рыночное определение «стоимости» их денег;
- облигации являются ликвидными бумагами, как правило, обращающимися на бирже, что позволяет без труда реализовать их в любой момент по их рыночной стоимости (в отличие, к примеру, от кредитного договора, передача прав по которому требует совершения цессии, уведомления должника и т. д.).

Решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность приобретения облигаций эмитентом по соглашению с их владельцами и/или по требованию владельцев облигаций с возможностью их последующего обращения (buy back).

Решением о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций, предусматривающим возможность приобретения облигаций эмитентом, должны быть определены цена такого приобретения или порядок ее определения.

В настоящее время широко обсуждается возможность приобретения эмитентом собственных облигаций по соглашению с владельцами в случае отсутствия соответствующего указания в решении либо вопреки такому порядку.

ВЫКУП ОБЛИГАЦИЙ С ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА В РОССИИ

Сегодня в условиях финансового кризиса рыночная стоимость облигаций многих российских эмитентов резко упала, что отражает общую тенденцию крупных и мелких инвесторов вывести свои вложения. Экономическое обоснование простое: кому-то из инвесторов деньги потребовались для покрытия образовавшихся убытков, кому-то - исключительно из спекулятивных целей приобрести в перспективе выгодные активы дешевле. В подобных условиях эмитенты, обладающие необходимыми финансовыми средствами, вполне могут задуматься о выкупе с организованного рынка собственных денежных обязательств, выраженных облигациями.

Желание эмитентов выкупить собственные ценные бумаги подкрепляется также тем, что облигации, срок обращения которых не истек, могут быть в дальнейшем вновь введены эмитентом в оборот без соблюдения формальностей эмиссии (которая обычно занимает около 2 мес.).

Наиболее легко подобный выкуп может быть осуществлен в рамках порядка, устанавливаемого решением о выпуске облигаций. Данный механизм хорошо проработан и не несет никаких рисков ни для эмитента, ни для владельцев облигаций (продавцов). В данной статье мы рассмотрим допустимость приобретения эмитентом собственных облигаций, если в самом решении такого порядка не установлено, а также осветим риски, сопутствующие осуществлению приобретения в порядке, отличном от установленного решением.

На сегодняшний день весьма часто можно встретить различные мнения специалистов, может ли подобный выкуп быть осуществлен исключительно в порядке, заранее определенном в решении о выпуске таких облигаций, либо такое приобретение может быть сделано на основании обычных гражданско-правовых сделок, даже если порядок выкупа облигаций не предусмотрен решением о выпуске соответствующих облигаций.

В данной статье отражается наш взгляд на видение правовой регламентации подобного выкупа.

ОБОРОТ ОБЛИГАЦИЙ

Ограничиваясь предметом исследования, мы не будем особо останавливаться на характеристике легальных и доктринальных определений облигаций, воспользовавшись лишь определением, приведенным в ст. 816 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее - ГК РФ):

«Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права».

Правовые отношения, складывающиеся в процессе эмиссии и обращения облигаций, - один из способов юридического оформления фактических (экономических) отношений кредита, очень важных для нормального существования любой экономики.

Облигации как финансовый инструмент показали свою эффективность давно. Оформляя отношения займа, они, с одной стороны, позволяют аккумулировать денежные средства для реализации заранее определенной, дорогостоящей цели, с другой стороны, инвестор может определить максимальную эффективность своих вложений, используя рыночные механизмы спроса и предложения на его деньги, а также, применяя метод альтернативных затрат, определить потенциальную выгоду своих вкладов, сравнив их с инвестициями в финансовые инструменты, имеющие аналогичный уровень риска.

Сегодня российский рынок облигаций является сложившейся системой взаимоотношений контрагентов, достаточно успешно обеспечивающей механизм привлечения юридическими лицами долгосрочных кредитов.

Именно организация рынка ценных бумаг отличает в глазах инвесторов облигации от обычных гражданско-правовых договоров займа и кредита. Данный эффект достигается в гражданском праве путем признания ценных бумаг движимыми вещами, на которые распространяются все положения о вещных правах и в первую очередь - положение о праве собственности, переход которой в обороте гораздо проще, чем перемена лиц в обязательствах (договорах). Указанная особенность ценных бумаг получила оформление в теории гражданского права в виде принципа публичной достоверности, в соответствии с которым право собственности на бумагу удостоверяет имущественные права, следующие из бумаги (иначе кредитор по заемному обязательству легитимируется путем доказывания титула на бумагу). Долгое время данный принцип успешно реализовывался в условиях, когда облигацией признавалась бумага (вещь материальная), право собственности на которую доказывалось теми же способами, как и на любую движимую вещь. Сегодня, в условиях повсеместной ликвидации эмиссионных ценных бумаг как вещей, распространение на них положений о праве собственности как наиболее сильного права позволяет организовать эффективный рынок ценных бумаг, на котором, как правило, заключают гражданско-правовые договоры собственники вещей. Для участников экономического оборота данное свойство принимает характер ликвидности, т. е. чем выше уровень оборотоспособности (способности товара быть предметом купли-продажи) долговых ценных бумаг, тем эффективнее (с точки зрения возможности быть проданной) такие долговые бумаги для рынка. Нормальный оборот ценных бумаг - это оборот собственников, правоспособность которых, как правило, либо ничем не ограничена, либо ограничена законодателем.

Данное рассуждение призвано показать, что любое ограничение прав участников оборота в отношении такого объекта прав, как облигации, должно иметь конкретное экономическое обоснование, поскольку, сковывая активность участников рынка ценных бумаг, к примеру, актами подзаконного характера, мы можем снизить объемы кредитования в стране и, как следствие, сократить реальное производство товаров и услуг. Следовательно, любое ограничение оборота таких объектов гражданского права, как ценные бумаги, должно закрепляться законом как нормативным актом более высокой, чем подзаконные акты, юридической силы. Так, порядок выкупа акционерными обществами акций (сковывающий возможность произвольного выкупа акционерным обществом своих акций) закреплен гл. 9 ФЗ «Об акционерных обществах».

Напомним, в соответствии с п. 2 и п. 7 ст. 3 ГК РФ «гражданское законодательство состоит из настоящего Кодекса и принятых в соответствии с ним иных федеральных законов (далее - законы),

регулирующих отношения, указанные в пп. 1 и 2 ст. 2 настоящего Кодекса», и далее: «министерства и иные федеральные органы исполнительной власти могут издавать акты, содержащие нормы гражданского права, в случаях и в пределах, предусмотренных настоящим Кодексом, другими законами и иными правовыми актами». Следует обратить внимание, что ни ГК РФ, ни Федеральный закон о рынке ценных бумаг не наделяли полномочиями ФСФР России или ЦБ РФ регулировать обращение ценных бумаг, устанавливать основания для оспаривания сделок с ценными бумагами и т. д.

Формальное же ограничение путем регламентации порядка выкупа компаниями облигаций, в свою очередь, неожиданно нашло закрепление в пп. 6.2.32-6.2.37. Стандартов и п. 10.5. Инструкции Банка России от 10 марта 2006 года № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» (далее - Инструкция).

В заключение рассмотрим доводы «за» и «против» выкупа облигаций с организованного рынка в условиях отсутствия регламентации такого выкупа в решении о выпуске.

ДОВОДЫ *contra*:

1. В случае если такой выкуп начнется до регистрации отчета об итогах выпуска (направления уведомления), регистратор может усмотреть нарушение условий размещения ценных бумаг и положений п. 6.2.34 Стандартов, в связи с чем существует риск отказа в регистрации отчета и признания выпуска недействительным. Данный риск нивелируется довольно просто: эмитенту не следует приобретать собственные облигации до регистрации отчета об итогах выпуска (достаточно сложно представить случай, когда у эмитента появится желание осуществлять выкуп по истечению всего лишь месяца с момента привлечения денежных средств путем размещения облигаций). После такой регистрации у регулятора прекращаются полномочия для аннулирования выпуска.
2. Если рассматриваемое нами приобретение будет осуществляться уже после регистрации отчета, сохраняется риск признания эмитентом такого приобретения манипуляцией ценой. Для этого регулятору необходимо будет установить, что такое приобретение осуществлялось «для создания видимости повышения и/или понижения цен и/или торговой активности на рынке ценных бумаг относительно существующего уровня цен и/или существующей торговой активности на рынке ценных бумаг с целью побудить инвесторов продавать или приобретать публично размещаемые и/или публично обращаемые ценные бумаги».
3. Риск привлечения к ответственности со стороны других владельцев облигаций, если они докажут в суде нарушение своих прав. К примеру, владельцы облигаций, бумаги которых не были выкуплены, могут заявить о «дискриминации» их прав либо о неисполнении эмитентом обязательств, закрепленных облигациями, что влечет ответственность эмитента в соответствии с решением. В данном случае владельцам облигаций придется как минимум доказать наличие права требовать от эмитента выкупа ценных бумаг, закрепленного самой бумагой, и его нарушение. В условиях отсутствия соответствующей судебной практики, на наш взгляд, данный довод сложно оценить.
4. Существуют трудности учета операций по приобретению собственных облигаций.

В соответствии с РСБУ (ПБУ № 19/02 не дает оснований отнести приобретение собственных облигаций к группе финансовых вложений) и МСФО (IAS 39 р41 говорит об учете разницы) выпущенные обществом облигации рассматриваются как финансовые обязательства и, следовательно, в случае их приобретения в целях учета должны погашаться. Оба указанных стандарта отчетности основаны на экономическом, а не правовом понимании облигаций, и в связи с этим, возможно, должны быть уточнены.

ДОВОДЫ *pro*:

1. Возможность выкупа облигаций эмитентом вытекает из самой сущности ценных бумаг. Данная позиция основана на классическом, все еще сохраняющемся в законодательстве цивилистическом подходе к определению сущности облигации как ценной бумаги (ст. 142 ГК РФ). В ряде случаев законом (либо по прямой отсылке его, подзаконным актом) может устанавливаться порядок выкупа ценных бумаг, например акций. Однако правовая природа акций и облигаций сильно отличаются, поскольку из номинальной стоимости акций складывается уставной капитал обществ, являющийся вместе с эмиссионным доходом начальной формой собственных средств эмитента.
2. Законом не установлен порядок выкупа облигаций, в то время как оборот ценных бумаг должен регулироваться именно на уровне федерального законодательства. Более того, как показано выше, нет и отсылочной нормы о том, что такой порядок может устанавливаться подзаконными актами.
3. Право приобретать неограниченную в обороте вещь вытекает из общей правоспособности участников гражданского оборота (так же как и способность обладать какой-либо вещью на праве собственности). Такая правоспособность сохраняется, безусловно, и за эмитентом. Правоспособность участников гражданского оборота (эмитентов) не может быть произвольно ограничена подзаконными актами.
4. На эмиссионные ценные бумаги, несмотря на отсутствие «материальной» формы, распространяются общие положения гражданского права о ценных бумагах, в том числе право обязанного по бумаге (эмитента) заключать договор купли-продажи в отношении таких бумаг.
5. Облигации, как правило, допускаются к торгам на организованных рынках. В то же время у биржи отсутствует техническая возможность отслеживать каждую сделку на предмет соответствия ее Стандартам (или Инструкции). Если признать возможность оспаривать сделки купли-продажи между эмитентом и владельцем облигации на основании обычного гражданско-правового договора, то, следовательно, биржевой оборот может быть поставлен под угрозу быть разрушенным, если, к примеру, будет доказано, что в цепочке купли-продажи облигации эмитент участвовал как обычный участник оборота ценных бумаг.

* * *

Учитывая все вышесказанное, мы приходим к выводу о том, что, пока вопрос выкупа облигации не будет прямо регламентирован на уровне федерального законодательства, сделки, направленные на приобретение обществом собственных облигаций, не могут быть оспорены либо признаны ничтожными, даже если эмитентом не соблюдается порядок их приобретения, регламентированный решением об их выпуске. При этом мы вполне допускаем, что законодателем могут быть введены особые требования по раскрытию информации о начале выкупа эмитентом облигаций с рынка, а несоблюдение таких требований будет влечь административные санкции со стороны регулятора (но никак не последствия в виде оспаривания или даже ничтожности таких сделок).

Каким же образом мы можем квалифицировать закрепление такого порядка в решении о выпуске? Полагаем, что в данном случае действия эмитента должны нести высокий риск для его репутации. Если провести аналогию с римским правом, компания, нарушающая установленный ею же порядок выкупа облигаций и свое слово перед инвесторами, в таком случае нарушает натуральное обязательство (раста). Напомним, нарушение раста влечет не иск (в отличие от нарушения *conventio*), а «гражданскую гибель» должника, т. е. ситуацию, когда он уже не интересен членам общества как контрагент.