



Малиновский М.
Партнер Legal Capital Partners

СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ ПРЕДСТАВИТЕЛЬ

[Оригинальная статья была опубликована в журнале «ЗАКОН», № 6 за июнь 2011 г.]

В статье рассматриваются предпосылки возникновения на рынке ценных бумаг особого лица – единого представителя владельцев облигаций и анализируются особенности отношений между владельцами облигаций и эмитентом. Специфика этих отношений позволяет говорить об определенных коллективных правах владельцев облигаций одного выпуска, которые должны существовать наравне с индивидуальными правами, удостоверяемыми обязательственными ценными бумагами.

Современный фондовый рынок наполнен различного рода посредническими отношениями, представляющими собой правовые связи между компанией, предлагающей свои ценные бумаги, и широким кругом потенциальных контрагентов (приобретателями акций, облигаций, участников синдицированных кредитов и т.д.). К примеру, в

рамках организации облигационного займа в качестве посредников между эмитентом (должником) и инвесторами (кредиторами) выступают инвестиционные банки, обеспечивающие процесс предложения и размещения облигаций. Депозитарий, осуществляющий хранение сертификата, также вступает в определенные посреднические отношения с эмитентом, владельцами облигаций или их номинальными держателями. Предмет настоящей статьи – анализ не названных в российском законодательстве институтов, обеспечивающих во всем мире взаимодействие между эмитентом (должником) и его кредиторами – владельцами облигаций по ключевым вопросам, затрагивающим интересы всех или большинства участников этих правоотношений. Об этих правовых институтах, как правило, вспоминают в циклы экономических спадов и кризисов. Речь идет о собрании владельцев облигаций и их представителе.

Их наличие в законодательстве и правовой статус демонстрируют способность права обеспечить участников оборота необходимыми решениями как в сложные для экономики моменты (для реструктуризации и изменения облигационных правоотношений), так и в период экономического бума (для структурирования новых финансовых инструментов на базе облигаций) и, как следствие, уровень развития системы правового регулирования инвестиционных отношений в стране.

Институты собрания владельцев облигаций и их представителя должны рассматриваться совокупно и во взаимосвязи, поскольку собрание является элементом правовой системы, обеспечивающим формирование единой воли кредиторов, а представитель – проводником этой воли в отношениях с третьими лицами (в том числе с эмитентом), который также призван совершать необходимые юридически значимые действия для ее реализации. Если бы рассматриваемые институты существовали по отдельности, их социальная ценность, очевидно, сводилась бы к нулю. В совокупности же отношения, регулируемые данными институтами, называются в ряде зарубежных источников отношениями по осуществлению владельцами облигаций своих коллективных прав.

Прежде чем приступить к рассмотрению поставленных вопросов, еще раз обратим внимание на полное отсутствие изучаемых институтов в российской правовой системе. Скорее всего, это является следствием недостаточного внимания законодателя и представителей науки гражданского права к данному роду отношений. Как правило, в российском праве находят закрепление лишь такие формы реализации коллективных решений, которые связаны с отношениями между всеми кредиторами в случае

несостоятельности должника (собрание кредиторов при банкротстве) либо с корпоративными отношениями (между акционерами или участниками хозяйственных обществ)¹.

Существуют формально-юридические аргументы для признания коллективных прав владельцев облигаций, поскольку они (1) выступают как сокредиторы, индивидуальные обязательственные права которых базируются на едином акте (решении о выпуске и/или едином сертификате ценных бумаг), и (2) с точки зрения вещных прав, как представляется, могут рассматриваться в качестве собственников хранимого у депозитария сертификата – материального выражения обязательственно-правовой ценной бумаги². Поэтому далее в настоящей работе речь идет исключительно об авторском взгляде на данные институты, сформированном на основе анализа правоприменительной практики, иностранной литературы и законодательства, а также исходя из предпосылки о необходимости создания рассматриваемых институтов в нашей стране для дальнейшего развития инвестиционных отношений.

С нашей точки зрения, коллективные права владельцев облигаций и коллективная природа отношений между ними должны появляться тогда, когда реализация прав владельцев с точки зрения закона требует принятия совместного решения, а с экономической точки зрения – приводит к снижению издержек участников правоотношений.

С учетом сложившейся практики международных сделок, представляется, что к таким случаям могут быть отнесены: принятие решения об изменении условий облигационного договора;

- 1) совместная защита интересов в суде;
- 2) реализация какого-либо специального права, требующего единого волеизъявления в соответствии с условиями выпуска³;
- 3) обращение взыскания на предмет обеспечения (*enforcement rights*)⁴.

Таким образом, в облигационных отношениях можно выделить коллективные права, реализуемые в связи с дефолтом эмитента (*коллективные права, возникающие в связи с дефолтом*) и в связи с осуществлением особых установленных эмиссионными документами прав (*ординарные коллективные права*).

Указанные выше случаи возникновения коллективных прав могут рассматриваться как *объем компетенции общего собрания владельцев облигаций определенного выпуска*.

Компетенция собрания владельцев облигаций в иностранных сделках может являться как предметом законодательного закрепления, так и условием выпуска, описанного в документации, его оформляющей⁵.

Например, право на получение информации от эмитента или право на делегирование представителя в органы контроля эмитента могут являться особенностями отдельного выпуска и поэтому не могут

¹ Однако справедливости ради необходимо отметить, что данные отношения были предметом изучения дореволюционных ученых (см.: Колоножников Г.М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ. Томск, 1912. С. 55—56).

² Хотя сертификат, удостоверяющий права на ценные бумаги, прямо не назван в российском законодательстве в таком качестве. В то же время, в Германии сертификат, удостоверяющий права в отношении акций, наравне с самими акциями признается ценной бумагой в соответствии со ст. 2 Закона о торговле ценными бумагами от 09.09.1998 (*Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz — WpHG)*). Он также признается формой ценной бумаги в иных источниках (см., напр.: Petri Mantysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law: Volume III: Funding, Exit, Takeovers*, 2006. P. 124).

³ Например, право на получение информации от эмитента.

⁴ Более подробно см.: Marcel Kahan *Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off Between Individual and Collective Rights*, *New York University Law Review*, Vol. 77, No. 4; Sonke Haseler *Individual Enforcement Rights in International Sovereign Bonds*, *University of Hamburg, Institute of Law and Economics*, 2008 (доступно на <http://mpa.ub.uni-muenchen.de>).

⁵ В международных сделках, где сегодня, как правило, используется английское право, круг совместно решаемых вопросов закрепляется в документации по сделке и *trust deed*, который, в свою очередь, закрепляет компетенцию представителя владельцев облигаций (*security trusty*).

заранее определяться законом. Конечный набор таких прав должен зависеть от положения документации. В то же время, в тех странах, где рассматриваемые право-отношения являются предметом законодательного регламентирования (например, в немецком законодательстве), компетенция, как правило, определяется непосредственно в законе.

В зарубежной литературе сложилось определенное понимание *функций представителя владельцев облигаций*, реализуемых в рамках стандартных сделок. Так, Филипп Вуд выделяет следующие основные функции.

- *Всесторонний мониторинг*: представитель обеспечивает контроль над эмитентом и анализ предоставляемой им информации. Поскольку информация не всегда подлежит публичному раскрытию либо доступ к ней ограничен (коммерческая тайна), она может в ряде случаев в обязательном порядке передаваться только представителю.
- *Привлечение профессиональных советников*: представитель может обладать административными ресурсами для привлечения профессиональных советников и консультантов, необходимость в которых время от времени может возникать.
- *Исправление документации*: представитель может вносить корректировки в правоустанавливающие документы (например, при выпуске облигаций, конвертируемых в акции, необходимость в такой корректировке может возникнуть в случае увеличения количества выпущенных эмитентом акций).

Кроме того, представитель владельцев облигаций может участвовать в переговорах в случае дефолта или реструктуризации долга, а также осуществлять контроль над соблюдением условий принятых эмитентом на себя обязательств; предоставляет эмитенту защиту от неконструктивного акционера (*mad bondholder*)⁶; обеспечивает пропорциональное распределение поступающих платежей, и т.д.⁷

Обобщая вышесказанное, мы можем выделить следующие группы функций представителя:

- направленные на обеспечение реализации коллективных прав;
- направленные на обеспечение защиты интересов большинства владельцев облигаций;
- защищающие публичный интерес.

Несмотря на очевидные преимущества рассматриваемых институтов, они имеют и один существенный недостаток – значительные затраты на оплату услуг представителя и выполнение его функций. Как правило, представитель – это известная компания, обладающая серьезным репутационным капиталом на рынке ценных бумаг⁸. Ее затраты закладываются в стоимость сделки и оплачиваются эмитентом преимущественно до размещения облигаций. Это, в свою очередь, отражается на стоимости привлекаемого капитала.

⁶ С точки зрения общественного интереса данное положение заслуживает особого внимания. Так, преследующий личные интересы отдельный владелец облигаций может сознательно препятствовать конструктивным переговорам по реструктуризации просроченной задолженности в надежде получить лучшие условия. Это, с одной стороны, будет приводить к нарушению баланса интересов владельцев облигаций одного выпуска, с другой — не позволит сохранить действующее предприятие, так как из-за действий одного *mad bondholder* от реструктуризации могут отказаться все остальные. При этом всегда стоит учитывать, что облигационный долг является, как правило, очень крупным де-нежным обязательством (как правило, свыше 3 млрд руб.). Взыскание такого долга в период экономического кризиса означает крах компании и распродажу ее обесцененных (в результате объективных экономических условий) активов. Это зачастую понимают и инвесторы, и собственники бизнеса. Поэтому очень часто реструктуризация (на равных и справедливых условиях, *pari passu*) является единственным приемлемым для всех решением.

⁷ См.: Philip R. Wood, *International loans, bonds, and securities regulation*, Sweet & Maxwell in London, 1995. P. 64.

⁸ К примеру, на международном рынке такие услуги предлагает Deutsche Bank, TMF Group и т.д.

Ниже мы приведем несколько кратких примеров регулирования рассматриваемых отношений в Германии и Англии, а также проанализируем единственный российский законопроект, направленный на их регулирование.

Германия

Регулированию совместных действий владельцев облигаций в Германии на сегодняшний день уже более ста лет.

Первый закон (*Schuldverschreibungsgesetz*), регулирующий порядок изменений условий выпущенных по немецкому праву облигаций путем проведения собраний их владельцев, вступил в силу 1899 г. Как сегодня отмечается, этот закон должен был стать предметом ревизии в связи с тем, что он уже не соответствует существующим отношениям⁹.

Раньше рассматриваемые вопросы чаще всего решались всеми владельцами единогласно. Старый закон устанавливал возможность изменить условия выпуска голосованием большинства владельцев облигаций только в случае угрозы банкротства эмитента¹⁰.

Новое законодательство позволяет изменять условия выпуска облигаций голосованием большинства в случае включения положения о коллективной реализации прав (*collective action clause*)¹¹. В соответствии с принятыми в 2009 г. законом немецкое законодательство может быть применимо и при выпуске облигаций не инкорпорированными в Германии юридическими лицами. Допускается проведение собрания без совместного присутствия владельцев облигаций, что учитывает возможность принятия таких решений с использованием современных технологий и без лишних издержек на проведение собраний. Изменение облигационного договора, как указано выше, возможно без единогласного решения всех владельцев¹².

Кроме того, большинством голосов решаются такие вопросы, как продление срока облигаций, изменения ставки процентов или части номинала, установление субординации облигаций эмитента, освобождение имущества, являющегося предметом обеспечения.

Англия

По традиции, в Англии нет какого-либо единого законодательного акта, регламентирующего отношения, связанные с размещением облигаций и их обращением¹³, а реализация коллективных прав происходит через фигуру трасти. Отношения в рамках выпуска облигаций в целом признаются сферой обязательственного права¹⁴.

Использование трасти предполагает существование лица, перед которым эмитент как бы несет зеркальное по отношению к облигационному долгу обязательство, которое рассматривается в качестве

⁹ См.: Pauline Renaud, *The New German Bond Restructuring Act. Oct. 2009* // <http://www.financierworldwide.com>; см. Также заявление Министерства юстиции ФРГ в связи с принятием закона (<http://www.bmj.bund.de>).

¹⁰ См.: Cleary Gottlieb Liability Management *Transactions in Germany, German and U.S. Regulatory Framework and Selected Legal Issues*, April 2009 // <http://www.cgsh.com>.

¹¹ Там же.

¹² См. специальный бюллетень юридической фирмы Allen & Overy (<http://elink.allenoverly.com>).

¹³ Хотя различные связанные с этим нормы встречаются в разных законодательных актах (см.: гл. 19 Companies Act 2006, Financial Services and Markets Act 2000, United Kingdom Listing Authority listing rules и т.д.).

¹⁴ Можно даже говорить об определенном обязательственно-правовом подходе к регулированию облигаций, сохранившемся в английском праве. До появления специальных законов, регулирующих ценные бумаги, такой подход также существовал и в странах континентальной Европы. Так, в конце XIX в. Жорж Де Луизон указывает, что «регулирование купонных облигаций не является предметом специального закона (что зачастую свойственно вещному праву. — М.М.), поэтому, являясь одним из видов обязательств, подпадают под регулирование принципов общего права и сложившихся обычаев» (*Georges De Loison. Traite des valeurs mobilières. Paris. L. Larose et Forcel. 1890. P. 20—21*).

основного при необходимости реализации какого-либо коллективного права владельцев облигаций. На случай дефолта обязательство перед трасти становится основным, все платежи должны поступать в его пользу. Он, в свою очередь, должен разделять поступившие суммы на основании принципа *pari passu* (равенства все владельцев бумаг).

Трастовый договор (*trust deed*) заключается при размещении бумаг, в нем прямо указываются условия действий трасти¹⁵. В некоторых нормативных актах можно встретить регламентацию порядка изменений трастового договора¹⁶.

Владельцы облигаций становятся стороной соглашения при приобретении бумаги (*contract of adhesion*). Именно трасти вступает во взаимоотношения с просрочившим должником и выполняет волю установленного большинства владельцев облигаций. Поскольку чаще всего единогласного согласия всех кредиторов (владельцев облигаций) не требуется¹⁷, возникает аналог корпоративных правоотношений внутри одного крупного займа, в которых наиболее значимые (по количеству принадлежащих им бумаг) кредиторы могут формировать волеизъявление, а следовательно, изменять права всех остальных владельцев облигаций без их прямого согласия.

Законодательство Англии не требует обязательного назначения трасти, однако такое правило может существовать на уровне правил листинга¹⁸. Аналогичные институты существуют сегодня также в правовых системах США¹⁹, Люксембурга, Франции²⁰ и других государств.

В период финансового кризиса 2008 г. в России была предпринята попытка законодательного закрепления положений о собрании владельцев облигаций и их представителе, для чего в Государственную думу РФ вносился отдельный законопроект²¹. В соответствии с ним собрание владельцев облигаций созывается по инициативе эмитента, представителя владельцев или лица, владеющего 10%-ным пакетом облигаций. Решение принимается по принципу «одна облигация – один голос» большинством голосов. Решения общего собрания обязательны для всех владельцев облигаций. Иск к эмитенту должен подавать только представитель владельцев облигаций.

Проанализируем правовую природу отношений между представителем и иными сторонами правоотношений (эмитентом и инвесторами) в отечественном гражданском праве с научной точки зрения.

Если рассматривать такого представителя в качестве обычного поверенного, а возникающие между сторонами отношения – как договор поручения, может возникнуть масса вопросов. Стоит признать, что такое толкование в определенной степени не согласуется с существующим в нашей стране пониманием данного института. Так, в частности, отношения поверенного, как правило, допускают самостоятельный статус представляемого в любых отношениях с третьими лицами. Сложно представить такую ситуацию, когда полностью дееспособный представляемый лишился бы права на самостоятельное совершение

¹⁵ Более подробно об эволюции данного института см.: Smith. A Forgotten Chapter in the Early History of the Corporate Trust Deed // American law review. 1927. P. 903.

¹⁶ В соответствии с п. 17.3.10 правил Листинга (UKSL Listing rules), если облигации допущены к торгам на фондовой бирже, такое изменение должно быть доступно вместе с обоснованием его необходимости не менее чем за 15 минут до проведения общего собрания в месте его проведения.

¹⁷ См.: Robert A. Hendrickson, Neal R. Silverman. Changing the situs of a trust. Law Journal Seminars Press, Dec. 1982.

¹⁸ См.: Constantinos Adamides, Bond issues with a trust deed // <http://www.adamides.com>; Philip R. Wood. Op. cit. P. 167.

¹⁹ В США назначение представителя (трасти) является обязательным в силу положений Закона США «Об эмиссионном трастовом договоре» (Trust Indenture Act) 1939 г., однако трасти может при этом не назначаться, если бумаги гарантированы правительством США, так как в таком случае он считается излишним (см.: Philip R. Wood. Op. cit. P. 167).

²⁰ Статья 94-3 Закона Люксембурга «О компаниях» (Company Act), ст. L228-65, L225-98 Коммерческого кодекса Франции (Commercial Code).

²¹ Законопроект № 217052-5 «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” (в части создания механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций)». Дата внесения — 17 июня 2009 г.

юридически значимых действий. В то же время, предлагаемая в законопроекте модель лишает владельцев облигаций самостоятельного статуса (к примеру, они теряют самостоятельное право на иск). Закрепление запрета на самостоятельную защиту владельцами облигаций своих прав без введения категории «коллективные права владельцев облигаций» выглядит достаточно спорно и может рассматриваться как нарушение ч. 1 ст. 46 Конституции РФ.

В соответствии со ст. 975 ГК РФ расходы поверенного должны возмещаться доверителем, в то время как расходы представителя владельцев облигаций и его вознаграждение, как правило, оплачиваются эмитентом. Фактор вознаграждения является одним из самых важных, учитывая необходимость вовлечения в эти отношения именно высокопрофессиональных участников фондового рынка.

Кроме того, как показано выше, совершаемые представителем действия далеко не всегда являются юридическими. К примеру, для эффективной реализации его функций полномочия представителя должны включать контроль над предметом обеспечения, получение и обработку информации от эмитента и т.д., т.е. носить фактический характер.

В целом стоит признать, что определенные встречающиеся в законопроекте противоречия являются результатом отсутствия необходимого признания рассмотренных выше коллективных прав в облигационных отношениях.

В случае признания их существования статус представителя владельцев облигаций должен рассматриваться в сравнении либо с доверительным управляющим (что ближе к международной практике, использующей английскую конструкцию траста), либо в качестве агента владельцев облигаций. Также несложно заметить, что его статус близок к конкурсному управляющему, с тем только отличием, что он должен выражать волю не всех кредиторов, а лишь предоставивших компании облигационный капитал.

Рассмотрим подробнее статус представителя как доверительного управляющего коллективными правами. Признание представителя в качестве доверительного управляющего может быть основано на положениях Гражданского кодекса РФ. В соответствии со ст. 1013 к объектам доверительного управления относятся предприятия и другие имущественные комплексы, отдельные объекты, относящиеся к недвижимому имуществу, ценные бумаги, права, удостоверенные бездокументарными ценными бумагами, исключительные права и другое имущество. В соответствии с ч. 3 ст. 5 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» наличие лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами не требуется в случае, если доверительное управление связано только с осуществлением управляющим прав по ценным бумагам.

Такое доверительное управление может возникать при условии включения специального положения (оговорки о коллективных правах)²² в правоустанавливающие документы об облигациях. Отношения между представителем и владельцами облигаций могут быть охарактеризованы через категорию множественности лиц на стороне последних. Именно в этом может найти обоснование тот факт, что представитель должен выражать волю не всех, а зафиксированного большинства. В данном случае уместна аналогия, к примеру, с общим собранием акционеров, где органы управления компании должны ждать не единогласного консенсуса, но лишь решения большинства и им руководствоваться.

В соответствии с ч. 2 ст. 1012 ГК РФ, осуществляя доверительное управление имуществом, доверительный управляющий вправе совершать в отношении этого имущества в соответствии с договором доверительного управления любые юридические и фактические действия в интересах выгодоприобретателя. Данное положение означает возможность надения управляющего определенными контрольными функциями в отношении переданных ему прав. К его компетенции

²² С точки зрения защиты публичного интереса и с учетом приведенных выше аргументов, можно предусмотреть запрет на публичное обращение облигаций, в которые не включено условие о едином представителе.

может быть отнесен, к примеру, контроль над состоянием объекта залога или финансовым положением эмитента в целом и т.д.

С экономической точки зрения коллективные права позволяют снижать финансовые и социальные издержки участников общественных отношений за счет объединения воли кредиторов в единое решение (решения). Это позволяет эмитенту (должнику) формально вступать в отношения с множественностью лиц на стороне кредиторов через единого контрагента – их представителя, выражающего волю всех или закреплённого законом либо правоустанавливающими документами большинства.

В то же время, как указано выше, ценность этого института чаще всего проявляется при необходимости реструктуризации долга либо его взыскания. Признание коллективных прав, возникающих в связи с дефолтом эмитента, позволяет праву выработать эффективные механизмы решения данных проблем. За 2008–2009 гг. дефолт допустили сотни эмитентов, при этом основной причиной неисполнений (и это понимали кредиторы) являлось обесценивание выпускаемых ими товаров и принадлежащего им имущества. Его реализация в рамках банкротства, очевидно, не могла принести выгоды ни владельцам облигаций, ни эмитенту. Однако российское право не предоставляет участникам отношений легализованных инструментов для обсуждения условий реструктуризации долга и их закрепления. Используемые на практике модели были, как правило, искусственно созданными и поэтому обходились сторонам достаточно дорого с точки зрения как времени, так и затрат на привлекаемых консультантов. Отчасти поэтому ими смогли воспользоваться только несколько десятков компаний.

С точки зрения общественного интереса единый механизм обращения взыскания позволил бы существенно снизить нагрузку на судебную систему, в периоды экономических кризисов скованную однородными тяжбами. С последнего финансового кризиса и по настоящее время отечественные суды загружены сотнями идентичных дел, в которых владельцы облигаций одной серии пытаются осуществить взыскание, основываясь на одном и том же правоустанавливающем документе – решении о выпуске облигаций – и фактически на одних и тех же доказательствах. Возникает еще больше вопросов, когда они получают разные по содержанию судебные решения.

Резюмируя все сказанное выше, приходится сделать вывод о том, что проанализированные институты необходимы отечественному праву для дальнейшего развития финансово рынка и планируемого создания в России международного финансового центра.