



Малиновский М.
Партнер
Legal Capital Partners



Волков С.
Юрист
Legal Capital Partners

ТЕНДЕРНЫЕ ОФЕРТЫ

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

Возможность выкупа эмитентом или аффилированными с ним лицами размещенных ценных бумаг в целом охватывается понятием *debt/equity tender offer*.

Возникшие на российском и международных финансовых рынках проблемы и рост цены денег сделал актуальной для российских компаний тему управления пассивами (*liability management*). Для российских компаний — эмитентов корпоративных облигаций — грамотное управление своими пассивами, осуществляемое, к примеру, путем выкупа облигаций с организованного рынка ниже номинала, позволит снизить долговую нагрузку компании и повысить тем самым ее привлекательность. Для владельцев облигаций такой выкуп может обеспечить необходимый уровень ликвидности по облигациям и возможность «выйти» из бумаги, а полученные денежные средства более выгодно

вложить или направить по своему усмотрению.

В Соединенных Штатах Америки существует целый блок нормативного регулирования выкупа акций/облигаций (в частности, Regulation 14D и Regulation 14E). Причем данные правила могут распространяться даже на эмитентов, не являющихся американскими резидентами, если, к примеру, количество «американских» владельцев ценных бумаг такого эмитента превысит установленный правилами порог. Для единообразия в настоящей статье мы на основе зарубежного опыта предлагаем называть оферты о приобретении эмитентами собственных ценных бумаг «тендерными» офертами.

В отличие от американской юрисдикции, в России на законодательном уровне регламентирован только порядок выкупа эмитентом собственных акций (гл. 9 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», далее — Закон об акционерных обществах), который распространяется только на самого эмитента и не создает каких-либо ограничений для аффилированного с ним лица. В связи с этим правила гл. 9 Закона об акционерных обществах позволяют осуществить выкуп акций без соблюдения установленных данной главой процедур путем привлечения к такому выкупу аффилированного с эмитентом лица.

Выкуп эмитентом или аффилированным с ним лицом облигаций напрямую на законодательном уровне в России вообще никак не регламентирован. Таким образом, российская юрисдикция, в отличие от американской, оставляет участникам рынка возможность творческого решения связанных с таким приобретением вопросов на основании правила о свободе договора (ст. 421 ГК РФ). Такое приобретение, исходя из действующего регулирования, возможно как в случае отсутствия в решении о выпуске облигаций правил о порядке его осуществления либо вопреки установленному решением о выпуске порядку¹.

¹ При этом эмитентам необходимо иметь в виду возможность привлечения к ответственности со стороны владельцев облигаций, которые могут посчитать такое приобретение нарушением их прав и потребовать возмещения убытков. Частично данная тема раскрыта в статье, опубликованной на <http://www.rcb.ru/ol/2008-02/17416/>.

Наиболее приемлемой для всех участников оборота формой тендерных оферт является их оформление как публичных оферт либо как публичных приглашений делать оферты. О таких офертах речь пойдет ниже.

ЦЕНА ПРИОБРЕТЕНИЯ

Из-за отсутствия четких правил о выкупе облигаций на основании тендерной оферты стороны договора (эмитент/аффилированное лицо и владелец облигаций) свободны в установлении цены (цен) приобретения эмитентом облигаций или порядка определения такой цены (цен). Порядок определения цены выкупа облигаций, в частности, может включать в себя:

- определение эмитентом единой цены выкупа на основании предложений владельцев облигаций (американский аукцион);
- выкуп облигаций у лиц (лица), предложивших наименьшую цену приобретения (модифицированный голландский аукцион).

РИСКИ

Исходя, как уже было сказано, из принципа свободы договора, стороны вправе предусмотреть такой порядок определения цены, который соответствует их представлению об эффективности. Более того, принцип американского аукциона ставит в равное положение владельцев облигаций, а предложение владельцами облигаций различных цен на продаваемые облигации (например, в рамках приглашения делать оферты) носит индикативный характер, позволяя покупателю получить информацию о предложении, своих возможностях в отношении объема выкупаемых бумаг и сформировать приемлемую цену приобретения.

Такие примеры уже известны российскому рынку облигаций. Так, ООО «ВСК-центр» — компания, входящая в группу «Водоканал», осуществляла выкуп облигаций ООО «РВК-Финанс» на основании приглашения делать оферты². При этом заключение сделок (сбор оферт и направление акцептов) проходило с использованием системы торгов ФБ ММВБ.

Следует отметить, что выкуп облигаций эмитентом с использованием системы торгов биржи предусмотрен Правилами проведения торгов по ценным бумагам в ФБ ММВБ, утвержденным Советом директоров ФБ ММВБ 3 февраля 2009 г., Протокол № 10 (далее — Правила ФБ ММВБ). При этом возможно использование механизма аукциона, где порядок удовлетворения (акцепта) заявок (оферт) владельцев облигаций зависит целиком от покупателя. Так, можно предположить, что единая цена приобретения облигаций, равно как и конечный объем выкупаемых бумаг, будет определяться на основании анализа сводного реестра заявок. При этом приоритетному удовлетворению будут подлежать заявки, цена продажи по которым окажется лучшей, чем предложена эмитентом. Однако приобретение происходит по цене, указанной в заявке покупателя.

Порядок выкупа облигаций не эмитентом не регулируется Правилами ФБ ММВБ. Но практика показывает, что никаких существенных особенностей при покупке облигаций третьими лицами не существует, и порядок их приобретения на бирже аналогичен порядку, установленному в отношении эмитентов таких облигаций. Различаться может порядок принятия решения о приобретении облигаций в соответствии с требованиями корпоративного законодательства РФ.

Альтернативно можно организовывать проведение аукциона по выкупу облигаций по американскому принципу в другом режиме торгов биржи, например в режиме переговорных сделок³, или вообще во

² Текст приглашения размещен на странице в сети Интернет:
http://www.open.ru/common/img/uploaded/ОТКРИТИЕ_pdf/Dokumenty_po_auksionu.pdf.

³ <http://www.unimilk.ru/media/38eac684-8c80-4567-90e9-4c4c1145ed2c.pdf>.

внебиржевом порядке. Разумеется, такие схемы не слишком удобны в применении, однако их эффективность существенно не снижается в зависимости от выбора «платформы» для торгов.

Следует отметить, что проведение собственно аукциона в том понимании, как это определено в Гражданском кодексе РФ (ст. 447, 448), обременено необходимостью соблюдения процедур и сроков, мало адаптированных для выкупа облигаций в современных условиях. Именно поэтому осуществление выкупа на основе тендерных оферт должно происходить в рамках приглашений сделать оферты о продаже облигаций или собственно оферт. Авторы больше склоняются к первому варианту.

Анализ способа определения цены выкупа облигаций по принципу модифицированного голландского аукциона показал, что, несмотря на отсутствие установленного законодательного запрета, он еще не использовался. Из нашей практики известно, что вопрос о проведении модифицированного голландского аукциона неоднократно обсуждался компаниями-эмитентами и менеджерами инвестиционных банков, вовлеченных в процесс управления пассивами таких компаний, однако неизменно вызывал некоторое смущение. Дело в том, что в понимании сущности эмиссионных ценных бумаг доминирует идея равноправия владельцев, вытекающая из признака эмиссионной ценной бумаги, установленного в ст. 2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг), а именно положения о том, что эмиссионная ценная бумага «имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги». Из этого напрашивается вывод о возможности выкупа облигаций исключительно по принципу равенства, в том числе в части цены выкупа, которая якобы должна быть одинаковой для всех владельцев.

Часто изложенные опасения продиктованы общей напряженностью на российском рынке облигаций и противопоставлением интересов владельцев облигаций интересам их эмитентов. Однако нам хотелось бы подчеркнуть, что в отношении владельцев облигаций и их эмитента, а уж тем более третьего лица, связанных с продажей облигаций в рамках тендерных оферт, с правовой точки зрения не возникает вопроса об объеме и осуществлении прав, закрепленных облигацией. Посредством тендерных оферт никаких прав из облигаций эмитент не осуществляет. В данном случае ценная бумага выступает как объект гражданского оборота, и речь идет не о правах из ценной бумаги, а о порядке отчуждения прав на саму бумагу. Ограничение обороноспособности объектов гражданских прав, и тем более ограничение правоспособности юридических лиц, должно быть прямо предусмотрено законодательством. Поскольку такие ограничения в настоящее время не установлены, мы не видим каких-либо запретов в отношении порядка определения цены в рамках тендерных оферт и считаем, что проведение модифицированного голландского аукциона в российской юрисдикции по общему правилу возможно.

Однако нужно учитывать, что наши выводы не применимы к выкупу облигаций эмитентом по требованию их владельцев в соответствии с эмиссионными документами. Исполнение эмитентами соответствующих обязательств и реструктуризация соответствующих обязательств эмитента, часто встречающиеся в настоящее время, происходят не на основании тендерных оферт, а на основе положений эмиссионных документов, уже содержащих порядок проведения выкупа, и на основании соглашений о реструктуризации. В таких случаях авторы предполагают наличие прав из облигации как предмет обязательств эмитента по приобретению облигаций, так как соответствующие права (право требовать приобретения) закреплены в эмиссионных документах. Это обуславливает необходимость соблюдения равенства всех владельцев облигаций в рамках одного выпуска.

Также сделанные нами выводы о правомерности объявления тендерных оферт не распространяются на случаи проведения аукционов (тендерных оферт), которые могут приводить к нарушениям регуляторных ограничений (запрет на манипулирование ценами — п. 2 ст. 51 Закона о рынке ценных бумаг; совершение сделок под влиянием обмана, заблуждения, злостного соглашения и т. д. — ст. 178, 179 ГК РФ), и противоречат действующему законодательству.