

Реорганизация эмитента — противостояние владельцев облигаций и эмитентов

Дмитрий ЛИСОВ,
юрист, юридическая
фирма LECAP



Основной
проблемой любой
реорганизации
является
возможность
изменения
финансового
положения
реорганизуемого
общества

После повышения ключевой ставки Банком России рыночная стоимость облигаций стала ниже номинальной стоимости, что обострило проблему реорганизации эмитентов. Если ранее этот вопрос не был столь актуальным, то в условиях низких котировок облигаций проблема гарантий владельцев облигаций значительно обострилась.

В строго юридическом смысле под реорганизацией понимается слияние, присоединение, выделение и преобразование, которые могут быть осуществлены по решению участников юридического лица или органа юридического лица, уполномоченного на то учредительным документом¹. Упоминание такого определения в контексте этой статьи обусловлено необходимостью отделить реорганизацию в строго юридическом смысле от термина «реорганизация», который часто используется в бизнес-терминологии в отношении иных ситуаций. Лишь реорганизация в строго юридическом

смысле порождает те последствия, которые будут описаны в этой статье.

Основным последствием реорганизации, которое я хотел бы рассмотреть в этой статье, являются гарантии прав кредиторов реорганизуемого юридического лица, которые предоставляются в соответствии со ст. 60 ГК.

Кредиторам реорганизуемого юридического лица предоставляется ряд гарантий: информирование кредиторов о реорганизации юридического лица, досрочное исполнение обязательства должником, а при невозможности досрочного исполнения — прекращение обязательства и возмещение связанных с этим убытков, а также солидарная ответственность созданных

¹ П. 1 ст. 57 ГК.

в результате реорганизации обществ и менеджмента¹.

Почему ГК предоставляет такие гарантии кредиторам реорганизуемого юридического лица? Является ли предоставление таких гарантий кредиторам, а значит, и владельцам облигаций, безусловным?

В соответствии с п. 3.1 Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации, ключевого документа, определяющего развитие гражданского законодательства, принципиальной проблемой реорганизации юридических лиц остается защита прав и интересов кредиторов реорганизуемого юридического лица в связи с возможными нарушениями принципа справедливого распределения активов и обязательств такой организации между ее правопреемниками. То есть основной проблемой любой реорганизации является возможность изменения финансового положения реорганизуемого общества. В качестве примера можно привести следующую ситуацию: к лицу А, чье финансовое состояние оценивается как крайне устойчивое, присоединяется лицо В, чье финансовое состояние оценивается как крайне неустойчивое, — в результате права кредиторов лица А в значительной степени ухудшаются по не зависящим от кредиторов причинам². Чаще всего именно подобными рисками и обосновывается необходимость наличия у кредиторов каких-либо дополнительных способов воздействия на реорганизуемое лицо³. Также можно добавить, что, вероятно, указанные риски не являются умоуязвимыми, а вполне могут быть реализованы на практике, чем и обусловлено текущее регулирование.

Однако далеко не всегда реорганизация может повлечь ухудшение финансового положения реорганизуемого общества. Так, например, к реорганизации в форме преобразования не применяются правила ст. 60 ГК, так как преобразование, не подразумевающее изменение прав и обязанностей в отношении кредиторов, не может существенно изменить финансовое состояние реорганизуемого общества. Тем не менее в отношении иных форм

реорганизаций таких безусловных исключений в ГК не содержится. Примечателен случай АО «Эр-Телеком Холдинг», которое, судя по раскрытой информации, заявляет реорганизацию частью своей М&А стратегии, периодически присоединяя ранее приобретенные активы, которые уже учитываются в МСФО. То есть имущественная масса, до которой владельцы облигаций могут «дотянуться» при банкротстве эмитента, не изменяется.

В то же время безусловная акселерация всех обязательств эмитента может спровоцировать колоссальные негативные последствия как для эмитента, так и для самих кредиторов: одновременное предъявление всей задолженности может привести общество к банкротству.

Предусмотренный ГК судебный порядок удовлетворения требований о досрочном исполнении обязательств подразумевает необходимость установить наличие вреда от реорганизации⁴. А. А. Кузнецов приводит аргумент из судебной практики, который подтверждает его мнение: «Так, в одном из подобных дел при рассмотрении требования кредитора суд сослался на ст. 4 АПК РФ и указал, что предъявление любого требования должно иметь своей целью восстановление нарушенных или оспариваемых прав и законных интересов обратившегося в суд лица, установление наличия у истца принадлежащего ему субъективного материального права, а также выявление факта нарушения прав истца ответчиком. При этом, согласно позиции суда, в рассматриваемом деле сам по себе факт реорганизации ответчика не был безусловным основанием для досрочного исполнения обязательств в том числе потому, что истцом не представлено доказательств использования ответчиком этой процедуры в качестве способа ухода от исполнения обязательств»⁵. При этом имеется судебная практика, в соответствии с которой бремя доказывания справедливого распределения активов возлагается на должника — реорганизуемое юридическое лицо и его

правопреемников⁶. Также важно иметь в виду, что указанные выводы, хотя и основываются на имеющейся судебной практике, могут быть опровергнуты в суде, так как в ГК нет прямого указания на необходимость доказывания нарушения прав кредиторов. Именно наличие такого риска не позволяет эмитентам без рисков проходить процедуру реорганизации даже в том случае, если эмитент убежден, что реорганизация не ухудшает финансовое состояние эмитента⁷.

Таким образом, для реорганизуемого эмитента облигаций и для владельцев облигаций может сложиться непростая ситуация. Эмитент облигаций может быть убежден в том, что реорганизация не оказывает вреда для кредиторов. Однако в случае предъявления иска эмитент будет обязан доказать это. При этом владельцы облигаций должны подавать требования о досрочном погашении в судебном порядке самостоятельно, нести судебные издержки. То есть возникает крайне неудобная ситуация как для эмитента, так и для самих владельцев облигаций. Также важно иметь в виду экономическую целесообразность для владельцев облигаций обращаться в суд с требованием о досрочном погашении облигаций. Если цена облигаций ниже номинальной стоимости, владельцы облигаций больше заинтересованы требовать досрочного погашения, так как погашение осуществляется по 100% от номинальной стоимости с выплатой накопленного купонного дохода.

Вероятно, во избежание таких ситуаций эмитенты все чаще вынуждены обращаться к инструментам урегулирования потенциально спорной ситуации таким образом, чтобы избежать никому не выгодной судебной процедуры. Так, нам известно как минимум о двух подобных ситуациях: реорганизация АО «ЧТПЗ» и реорганизация АО «Бизнес-Недвижимость». В данном случае эмитенты не были обязаны приобретать облигации по соглашению с владельцами облигаций

¹ Более подробно см. п. 3 ст. 60 ГК.

² Более подробное описание рисков в отношении каждой формы реорганизации приведено в диссертации А. А. Кузнецова «Реорганизация хозяйственных обществ: гражданско-правовые способы защиты прав и интересов участников и кредиторов». М.: Статус, 2021. С. 154.

³ Гражданское право: Учеб. / Отв. ред. Е.А. Суханов. В 4 томах. Т. 1. М.: Статус, 2011. С. 208.

⁴ Кузнецов А. А. Реорганизация хозяйственных обществ: гражданско-правовые способы защиты прав и интересов участников и кредиторов: дис. ... д. ю. н. М., 2021. С. 163.

⁵ Цит. по указ. соч. А. А. Кузнецова: постановление Семнадцатого ААС от 22.12.2017 по делу № А50-17312/2017.

⁶ См.: постановление Арбитражного суда Северо-Западного округа от 27.04.2017 № Ф07-1819/2017 по делу № А56-18327/2016, постановление Арбитражного суда Московского округа от 22.01.2020 № Ф05-10192/2018 по делу № А40-168593/2016, постановление Арбитражного суда Московского округа от 26.11.2015 № Ф05-16683/2015 по делу № А40-101568/2014.

⁷ На момент написания статьи известна резолютивная часть решения Арбитражного суда Республики Татарстан по делу № А65-3312/2022, которым удовлетворены требования владельца облигаций (АО «Гарант-М» против АО «Джи-групп»).

в соответствии со ст. 17.2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — «Закон о РЦБ»), однако пошли на этот шаг, чтобы, вероятно, снизить риски судебного спора, а также иметь хорошую репутацию среди владельцев облигаций. Хотя, повторюсь, эмитенты не были обязаны выкупать облигации.

Далее я хотел бы остановиться на отдельных проблемах реорганизации эмитента облигаций.

СПОСОБЫ МИТИГАЦИИ РИСКА ПРЕДЪЯВЛЕНИЯ ТРЕБОВАНИЙ ПРИ РЕОРГАНИЗАЦИИ

Проведение общего собрания владельцев облигаций (далее — «ОСВО») эмитента, в соответствии с которым владельцы облигаций отказываются от права на обращение в суд с требованием о досрочном погашении облигаций

ОСВО вправе принимать решения по вопросам об отказе от права требовать досрочного погашения в случае возникновения у владельцев облигаций указанного права, а также об отказе от права на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций¹.

Решение по вопросу об отказе от права требовать досрочного погашения принимается общим собранием владельцев облигаций большинством в три четверти голосов, а отказ от обращения в суд с требованием к эмитенту облигаций принимается общим собранием владельцев облигаций большинством в девять десятых голосов².

Об использовании такого способа митигации акселерации долга на практике мне неизвестно. В частности, невозможно уверенно утверждать, что для прекращения права на досрочное погашение достаточно принятия решения большинством в три четверти голосов и не требуется отказ от права на обращение в суд, который требует согласия 90% владельцев облигаций. Поскольку предъявление требования о досрочном погашении при реорганизации эмитента в соответствии со ст. 60 ГК осуществляется в судебном порядке, наиболее безопасным и консервативным представляется подход, при котором для прекращения права на акселерацию требуется принятие обоих вышеупомянутых решений.

Вместе с тем в случае высокой ключевой ставки есть значительная вероятность, что владельцы облигаций не проголосуют по указанным вопросам. Следовательно, эмитенту, который полагает, что его реорганизация не затрагивает права кредиторов, этот вариант может не подойти. В этом случае эмитент целиком и полностью вынужден полагаться на волю владельцев облигаций.

Предоставление дополнительного обеспечения по всему выпуску облигаций

Предоставление обеспечения по выпуску облигаций до опубликования первого уведомления о реорганизации юридического лица

Кредиторы, чьи требования уже обеспечены, по закону не имеют права требовать досрочного исполнения обязательств³. Такое обеспечение должно быть достаточным. Для этого варианта изменения в решение о выпуске и prospect облигаций вносятся без согласия владельцев облигаций⁴, а значит, нет необходимости в длительной процедуре проведения ОСВО. Однако в отношении облигаций, размещенных до 01.01.2020, указанная норма не применяется.

Важно обратить внимание, что критерии достаточности такого обеспечения являются неоднозначными. Некоторые суды признают обеспечение достаточным в том случае, если кредитор согласился его принять, например, путем подписания договора залога⁵. Эта позиция сближает абз. 3 п. 2 ст. 60 ГК с абз. 5 п. 2 ст. 60 ГК, однако невозможно однозначно утверждать, что эта позиция является устойчивой.

Предоставление достаточного обеспечения по выпуску облигаций в течение 30 дней с даты предъявления кредитором своих требований⁶

Обеспечение в соответствии с абз. 5 п. 2 ст. 60 ГК также должно быть достаточным. Однако в отличие от нормы, содержащейся в абз. 3 п. 2 ст. 60 ГК, критериями достаточности обеспечения являются две опции: (1) согласие принять обеспечение либо (2) предоставление обеспечения в форме банковской гарантии, соответствующей п. 4 ст. 60 ГК.

Указанный способ митигации крайне сложно реализовать в отношении облигаций: предъявленные в судебном порядке требования о досрочном погашении разделены на множество требований отдельных владельцев облигаций, предоставление обеспечения по выпуску облигаций может быть долгим в силу процедурных особенностей внесения изменений в решение о выпуске, невозможность предоставления обеспечения в отношении отдельных владельцев облигаций.

Исключение применения ст. 60 ГК в решении о выпуске

Право требования досрочного исполнения не возникает в двух случаях: (1) в случаях, установленных законом, (2) в случаях, установленных соглашением кредитора с реорганизуемым обществом⁷.

Мне известны две программы облигаций, которые предусматривают полный или частичный отказ от права на досрочное погашение облигаций в случае реорганизации. В соответствии с указанными программами облигаций такое условие является соглашением между эмитентом и владельцем облигаций для целей применения п. 2 ст. 60 ГК⁸. В литературе возможность исключения применения ст. 60 ГК подвергается критике⁹. Можно предположить, что такое соглашение будет действительным, если оно заключено уже после принятия решения о реорганизации. В защиту этой позиции можно выдвинуть два аргумента.

Во-первых, п. 2 ст. 60 ГК указывает на соглашение кредитора и реорганизуемого юридического лица. Очевидно, что юридическое лицо, которое заключило соглашение о неприменимости отдельных положений ст. 60 ГК, будет тем же юридическим лицом, которое приняло решение о реорганизации, но полагаю, что в ГК прямо подчеркнут статус такого лица — реорганизуемое юридическое лицо.

Во-вторых, соглашение о том, что право на досрочное исполнение обязательств не возникает, заключается в тот момент, когда кредиторы понятны

⁷ П. 2 ст. 60 ГК.

⁸ Указанные программы облигаций имеют следующие регистрационные номера: 4-36241-R-001P-02E, 4-00822-J-002P-02E. Формулировки указанных условий отличаются друг от друга и могут иметь разные юридические последствия.

⁹ Кузнецов А. А. Указ. соч. С. 159.

¹ П. 1 ст. 29.7 Закона о РЦБ.

² В силу абз. 2 и 3 п. 4 ст. 29.8 Закона о РЦБ.

³ Абз. 3 п. 2 ст. 60 ГК.

⁴ П. 6 ст. 27.2 Закона о РЦБ.

⁵ Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 21.12.2016 № Ф09-9993/16 по делу № А50-8/2016.

⁶ Абз. 5 п. 2 ст. 60 ГК.

параметры реорганизации и он может оценить свои риски. Полное же исключение применения ст. 60 ГК соглашением задолго до реорганизации может привести к тому, что кредитор лишен каких-либо гарантий даже в случае серьезного ухудшения финансового положения должника.

Также такой способ митигации поддается критике по другой причине: «использование такого усмотрения в отношениях организаций со слабой стороной, к примеру с потребителем, может привести к тому, что в результате автоматически все соглашения будут содержать положения об исключении соответствующего права и тем самым права кредиторов будут исключаться еще задолго до возникновения самого факта принятия решения о реорганизации»¹.

Учитывая специфику выпуска облигаций, возможную квалификацию договора размещения облигаций в качестве договора присоединения² и значительное число владельцев облигаций, полагаю, что такой аргумент является особенно актуальным, за исключением выпусков облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов. С учетом возможного применения принципа свободы договора и, соответственно, п. 3 Постановления Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 16 «О свободе договора и ее пределах» к реорганизации есть риск того, что такое условие будет являться примером опровержимой презумпции свободы договора и, следовательно, признание такого условия недействительным.

Вместе с тем следует учитывать, что реорганизация является важным инструментом для многих компаний. Предоставление гарантий кредиторам может закрыть для многих компаний источники финансирования, что, вероятно, не является пропорциональной мерой. Изменить это положение могла бы плата за отказ от предъявления требований (waiver fee). Однако такая плата не распространена на отечественном рынке облигаций.

¹ Габов А. В. Теория и практика реорганизации // СПС КонсультантПлюс.

² Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постановительный комментарий к статьям 807-860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации / В. В. Байбак, О. М. Иванов, А. Г. Карапетов и др.; отв. ред. А. Г. Карапетов. М.: М-Логос, 2019 // СПС КонсультантПлюс.

При этом, несмотря на критику таких соглашений, я полагаю, что они могут и должны использоваться компаниями, однако эмитенту следует более четко формулировать периметр возможных реорганизаций либо снимать проблему прописанной платой за отказ от предъявления требований.

Таким образом, указанные способы митигации риска предъявления требований к досрочному исполнению представляются не самой тривиальной задачей, так как каждый из них сопряжен с определенными рисками, а рыночная цена на облигации может серьезно ожесточить потенциальный спор. Эмитенты в любом случае будут стремиться к тому, чтобы этот риск митигировать, так как в некоторых случаях гарантии для кредиторов реорганизуемого юридического лица являются и непропорциональными, и представляющими опасность для финансового состояния эмитента.

КОММУНИКАЦИЯ С ИНВЕСТОРАМИ И УВЕДОМЛЕНИЕ ИХ О КОРПОРАТИВНЫХ ДЕЙСТВИЯХ

Другой сложностью, с которой могут столкнуться эмитенты, является несовершенство системы уведомления инвесторов о корпоративных действиях, которая может в значительной степени ввести их в заблуждение.

В соответствии с гл. 39 Положения о раскрытии эмитент обязан раскрывать информацию о возникновении права у владельцев облигаций на досрочное погашение. Очевидно, что после первого уведомления о реорганизации у владельцев облигаций возникает право на досрочное погашение облигаций, однако такое право может быть реализовано только в судебном порядке. После того как такое сообщение будет раскрыто, эмитент обязан уведомить центральный депозитарий о возникновении такого права³. Центральный депозитарий, в свою очередь, уведомляет о таком корпоративном действии депозитариев, а те — своих клиентов. После получения информации о возникновении права на досрочное погашение облигаций клиенты вправе направить указания (инструкции) о досрочном погашении облигаций, которые доводятся до эмитента. Технологически


³ Ст. 30.3 Закона о РЦБ.

Предоставление гарантий кредиторам может закрыть для многих компаний источники финансирования, что, вероятно, не является пропорциональной мерой

система информирования устроена очень удобно для владельцев облигаций в случае возникновения основания для досрочного погашения, которое осуществляется во внесудебном порядке. Однако для целей удовлетворения требований о досрочном погашении при реорганизации эмитента этот порядок не подходит.

Эмитент, не желая нарушать требования законодательства, исполняет свои обязанности по информированию центрального депозитария, информация от которого доходит до владельцев облигаций. Владельцы облигаций получают эту информацию, видя выгоду в таком досрочном погашении облигаций, готовы направлять свои инструкции о досрочном погашении, зачастую не зная нюансов. Также обычно подача такой инструкции сопровождается взиманием комиссии. Однако эмитент такие требования удовлетворять не должен, так как в противном случае будет нарушена предписанная ст. 60 ГК процедура. Впоследствии такие инструкции обычно отклоняются эмитентом. К тому же облигации, которые размещены после 01.01.2020, будут заблокированы после направления такого требования⁴.

Таким образом, возникает ситуация, когда владельцы облигаций получают ничего не значащие для них уведомления, которые эмитент обязан направлять. Если учитывать, что иногда эмитенты, идя навстречу владельцам облигаций, осуществляют приобретение облигаций, о котором также необходимо уведомлять инвесторов, то инвесторы могут быть введены в заблуждение различными уведомлениями.

В таком случае очень важно разъяснять владельцам облигаций процедурные аспекты осуществления корпоративных действий. 

⁴ Абз. 2 п. 2 ст. 17.3 Закона о РЦБ.