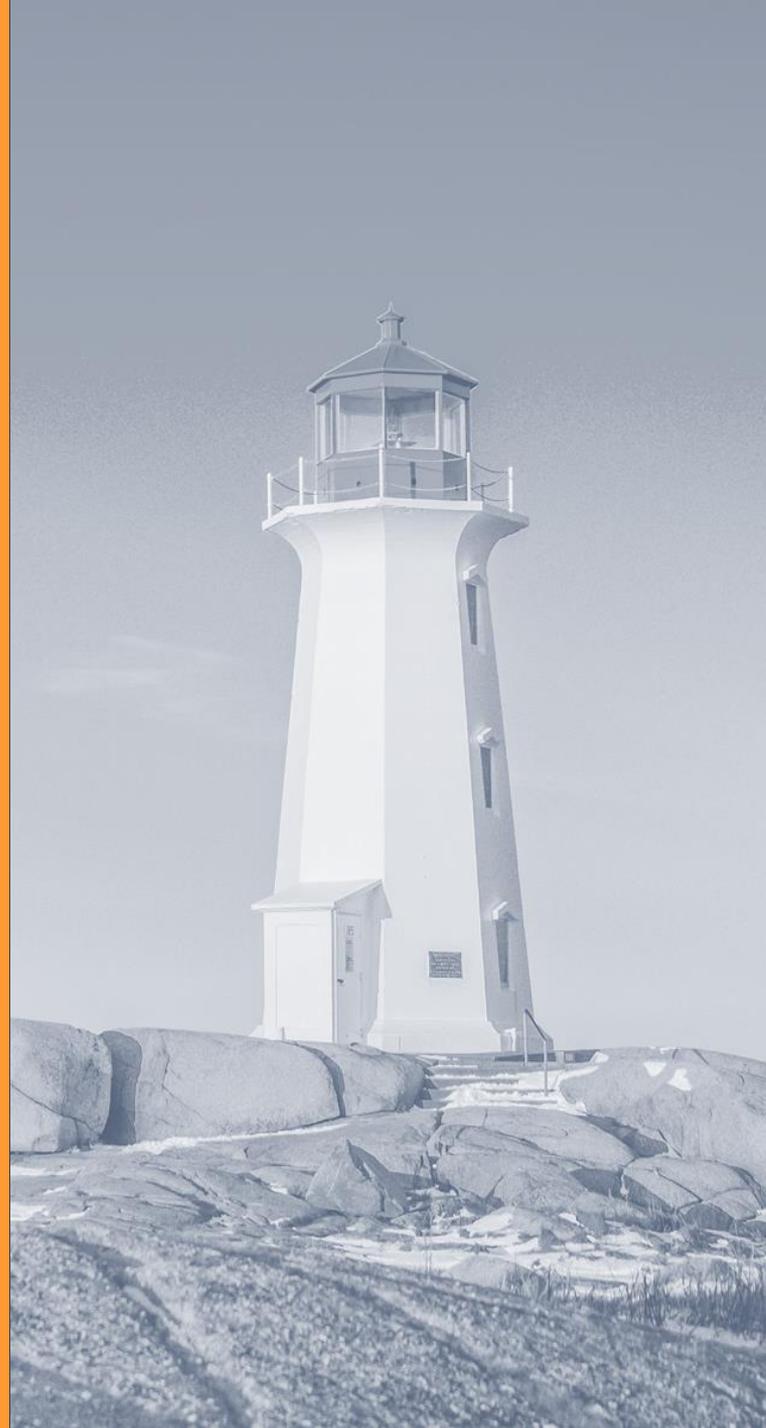


- ▶ РАЗВИТИЕ
ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА
ОБ ОБЛИГАЦИЯХ,
- ▶ ЗАЩИТА ПРАВ
ОБЛИГАЦИОНЕРОВ

МИХАИЛ МАЛИНОВСКИЙ

22 СЕНТЯБРЯ 2015 Г.

LECAP
LAW FIRM



ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ.

ОСНОВНЫЕ ТРЕНДЫ

- ▶ Характеристика новых финансовых продуктов для инвестиций пенсионных накоплений – защита капитала, защита от инфляции и широкий горизонт инвестиций
 - ▶ Значительное количество выпусков концессионных облигаций
 - ▶ Инфляционные инструменты (основные эмитенты – Минфин, концессионеры, естественные монополии, а также программы структурных облигаций крупных банков)
- ▶ Участие в первичных публичных размещениях акций (котировальный список первого уровня)
 - ▶ Стало возможным приобретение локальных субординированных облигаций банков.

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В РЕГУЛИРОВАНИИ, НАПРАВЛЕННЫЕ НА ЗАЩИТУ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ



ГЛОБАЛЬНЫЕ ТRENДЫ:

▶ Адаптация Базеля

Требования базельского комитета стимулируют развитие законодательства о секьюритизации (*пример: CRR директивы и регулирование в ЕС, изменения ФЗ о РЦБ в России*)

▶ Расширение деклараций институциональных инвесторов

Расширение базы разрешенных активов для пенсионных накоплений по оценкам может позволить увеличить объем сбережений в пенсионной системе РФ с \$60 до \$200 млрд. к 2020 году (Goldman Sachs 08/2015)

▶ Регулирование деятельности рейтинговых агентств.



ЛОКАЛЬНЫЙ ТРЕНД:

- ▶ Масштабное изменение коснулось гражданского законодательства – залоговая реформа, корпоративная реформа, реформа обязательственного права
- ▶ Новые институты рынка ценных бумаг – СФО, собрание владельцев облигаций и их единый представитель
- ▶ Суды в целом сформировали системный подход, делающий судебные решения в отношении облигаций предсказуемыми (в отличие от кризиса 2009 года, до которого по сути не было прецедентов корпоративных дефолтов)
- ▶ Изменение практики реструктуризации корпоративных облигаций – введение процедуры собрания владельцев облигаций позволяет менять условия выпуска
- ▶ Использование системы центрального контрагента снижает риски участников торгов.

ФОРМЫ ЭМИТЕНТОВ

КТО ВЫПУСКАЕТ ОБЛИГАЦИИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

- ▶ юридические лица – хозяйственные общества (банки, корпорации, участники концессионных соглашений и т.д.)
- ▶ международные финансовые организации, суверенные и квазисуверенные эмитенты
- ▶ НАЧИНАЯ С 2015 ГОДА – СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОБЩЕСТВА И СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОБЩЕСТВА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ (100% СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ ЛИЦА ДЛЯ СТРУКТУРНЫХ ФИНАНСОВ /SPV/)

ОСНОВНЫЕ РАЗЛИЧИЯ:

- ▶ Специальная правоспособность (Restrictions on objects and powers)
- ▶ Независимый менеджмент
- ▶ Защита от банкротства, ликвидации, реорганизации, вывода активов
- ▶ Оговорка об отказе от иска (non-petition clause)
- ▶ Оговорка об освобождении от обязательств (non-recourse clause)
- ▶ Удержание кредитного риска (credit retention)
- ▶ Налоговый режим.

ФОРМЫ ЭМИТЕНТОВ

СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЕ ФИНАНСОВОЕ ОБЩЕСТВО (СФО / = СФПО) VS ХОЗЯЙСТВЕННОЕ ОБЩЕСТВО ПО РОССИЙСКОМУ ПРАВУ

ХАРАКТЕРИСТИКА

СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЕ ФИНАНСОВОЕ ОБЩЕСТВО (СФО/ = СФПО)

КОРПОРАТИВНЫЕ ЭМИТЕНТЫ / КОНЦЕССИОНЕРЫ

Защита от банкротства, ликвидации, реорганизации, вывода активов

- ▶ Устав эмитента может предусматривать, что управляющая компания СФО не обязана подавать заявление о признании эмитента банкротом
- ▶ Добровольная ликвидация без согласия владельцев облигаций не допускается
- ▶ Добровольная реорганизация не допускается
- ▶ Собственный персонал отсутствует
- ▶ Запрет на заключение сделок, не связанных с выпуском облигаций
- ▶ Запрет на операции, связанные с уменьшением уставного капитала
- ▶ Отсутствует проблема снижения размера чистых активов ниже уставного капитала
- ▶ Возможность установления запрета на объявление и выплату дивидендов (распределение прибыли)
- ▶ Устав может предусматривать, что заключение сделок СФО требует согласования кредиторов СФО
- ▶ Допускается замена СФО при реорганизации.

Учредители (участники) вправе внести в устав эмитента специальные ограничения для целей защиты интересов инвесторов, но это встречается крайне редко.

ФОРМЫ ЭМИТЕНТОВ

СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЕ ФИНАНСОВОЕ ОБЩЕСТВО (СФО) VS ХОЗЯЙСТВЕННОЕ ОБЩЕСТВО ПО РОССИЙСКОМУ ПРАВУ

ХАРАКТЕРИСТИКА

СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЕ ФИНАНСОВОЕ ОБЩЕСТВО (СФО)

ХОЗЯЙСТВЕННОЕ ОБЩЕСТВО ПО РОССИЙСКОМУ ПРАВУ БЕЗ СТАТУСА СФО

Оговорка об отказе от иска (non-petition clause)

Допускается отказ кредиторов эмитента от права на обращение в суд с требованием о признании эмитента банкротом (в отношениях с любыми кредиторами, кроме владельцев облигаций)

-

Оговорка об освобождении от обязательств (non-recourse clause)

Решение о выпуске облигаций или договор с кредитором эмитента может предусматривать, что любое денежное требование, не исполненное эмитентом в результате обращения взыскания на обеспечение, будет считаться погашенным

-

Удержание кредитного риска (credit retention)

Оригинатор сделки может быть обязан удерживать не менее 10% - 20% от риска от прав, которые уступаются в пользу эмитента

Требования к удержанию кредитного риска (credit retention) отсутствуют

Налоговый режим

При определении налоговой базы по налогу на прибыль, все доходы, получаемые СФО в связи с их уставной деятельностью, не будут учитываться в качестве облагаемых налогом на прибыль.

Общий налоговый режим

ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

« Представитель владельцев облигаций представляет интересы владельцев облигаций перед эмитентом, лицом, предоставившим обеспечение по облигациям эмитента, иными лицами, а также в органах государственной власти Российской Федерации (в том числе в судах), органах государственной власти субъектов Российской Федерации, органах местного самоуправления. »

ДО ДЕФОЛТА – ОБЕСПЕЧИВАЕТ РАБОТУ ЗАЛОГОВЫХ МЕХАНИЗМОВ И КОВЕНАНТ.

В СЛУЧАЕ УГРОЗЫ ДЕФОЛТА

- ▶ Представитель обязан принимать меры, направленные на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций
- ▶ Представитель обязан выявлять обстоятельства, которые могут повлечь за собой нарушение прав и законных интересов владельцев облигаций
- ▶ Дает возможность избежать дефолта в течение технического дефолта. «Представитель имеет право давать согласие от имени владельцев облигаций на внесение эмитентом изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций и (или) в проспект облигаций».

В СЛУЧАЕ ДЕФОЛТА – ОБЕСПЕЧИВАЕТ РЕАЛИЗАЦИЮ РЕСТРУКТУРИЗАЦИОННОГО МЕХАНИЗМА:

- ▶ Если принято решение об обращении взыскания – обращает взыскание на обеспечение
- ▶ Может требовать созыва общего собрания владельцев облигаций
- ▶ Если принято решение обратиться в суд и оплачены расходы, заявляет требование от имени владельцев облигаций
- ▶ Если принято решение об изменении условий выпуска, дает согласие на это от имени владельцев облигаций
- ▶ Если начинается процедура банкротства эмитента или представителя, заявляет требование от имени владельцев облигаций.

ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

ИЗМЕНЕНИЕ УСЛОВИЙ ЧЕРЕЗ ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ (РЕГУЛИРУЕМАЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ)

НОВЫЙ ВИД (1) ПУБЛИЧНОЙ И (2) РЕГУЛИРУЕМОЙ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

ДО 1 ИЮЛЯ 2014 Г.:

Внесение изменений в условия **размещенных** выпусков облигаций и биржевых облигаций было невозможно

ПОСЛЕ 1 ИЮЛЯ 2014 Г.:

- ▶ Внесение изменений в решение о выпуске облигаций осуществляется по решению общего собрания владельцев облигаций
- ▶ Если представитель владельцев облигаций избран (назначен), он имеет право давать согласие на изменение условий выпуска облигаций
- ▶ Представитель владельцев облигаций имеет право выполнять функции управляющего залогами, если это необходимо для усиления кредитного качества сделки
- ▶ Для внесения изменений в эмиссионную документацию, связанных с объемом прав по облигациям, необходимо $\frac{3}{4}$ голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на общем собрании владельцев облигаций) (пункт 4 статьи 29.8 ФЗ «О рынке ценных бумаг»)
- ▶ **ПРИ ЭТОМ** эмитент облигаций, к которому права на облигации перешли в порядке их приобретения или по иным основаниям, а также аффилированные с эмитентом владельцы облигаций, не обладают правом голоса на общем собрании владельцев облигаций
- ▶ Общее собрание владельцев облигаций должно быть проведено не позднее 20 рабочих дней со дня предъявления соответствующего требования (пункт 2 статьи 29.9 ФЗ «О рынке ценных бумаг»)



ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

ВОПРОСЫ, КОТОРЫЕ ЕЩЕ ТРЕБУЮТ ОТВЕТА

- ▶ Действительно ли нас заботит реструктуризационный механизм на момент размещения – к вопросу о необязательности назначения представителя?
- ▶ Полностью и одинаково ли все инвесторы понимают предложенные условия реструктуризации (исторически, в классических моделях реструктуризации 2008-2010 гг.. юридическое заключение запрашивалось в одной из десяти реструктуризаций)?
- ▶ Сможет ли введение представителя изменить пропорцию инвесторов на рынке (привлечь фонды, которые будут стремиться аккумулировать 10% - 25% портфели, частных инвесторов, которые ожидают *pari passu* принципа и т.д.)?
- ▶ Поможет ли, в свою очередь, убрать проблему «*mad bondholders*» шантаж со стороны владельцев маленьких пакетов с целью получить лучшие условия?
- ▶ Представитель появился вместе с (1) правом предоставлять залоги – важное коллективное право – и (2) ограничением на выкуп облигаций «по внеэмиссионной процедуре». Могут ли залоговые механизмы создать предпосылки:
 - ▶ для создания новых продуктов,
 - ▶ поиска новых эмитентов, качество которых может быть повышено на счет залогового обеспечения?

НОВОЕ В ОБЯЗАТЕЛЬСТВЕННОМ ПРАВЕ И ЗАЛОГАХ

- ▶ Российское право признало возможность залога денежных средств через механизм залогового счета
- ▶ Заверения и гарантии о фактических обстоятельствах – основание для взыскания убытков и потенциальный инструмент для публичных размещений облигаций
- ▶ Защита прав добросовестных приобретателей облигаций
 - ▶ введены ограничения на оспаривание сделок, совершенных на бирже (приобретенные через торги бумаги не могут быть истребованы)
 - ▶ если облигации были утеряны и затем конвертированы – право на виндикацию новых бумаг
 - ▶ право потребовать передачи ценных бумаг, аналогичных утерянным.

ОБЛИГАЦИИ В КОНТЕКСТЕ СУДЕБНОЙ ПРАКТИКИ

СТАБИЛЬНОЕ ПОРУЧИТЕЛЬСТВО

Поручительство не прекращается, если поручитель приобрел облигации, обеспеченные его поручительством, а впоследствии передал их третьим лицам (позиция ВАС РФ).

ЗАЩИТА ВНЕЭМИСИОННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВОЗВРАТА ИНВЕСТИЦИЙ

«Обществом N по сути, были предоставлены дополнительные гарантии выплаты держателям облигаций причитающихся им сумм облигационного займа и купонного дохода (в том числе накопленного) посредством выкупа ценных бумаг данным обществом как третьим лицом».

ВОЗМОЖНОСТЬ ОБРАЩЕНИЯ В НАДГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОРГАНЫ В СЛУЧАЕ ДЕФОЛТА ПО СУВЕРЕННОМУ ДОЛГУ

Каждое физическое или юридическое лицо имеет право на уважение своей собственности. Никто не может быть лишен своего имущества иначе как в интересах общества и на условиях, предусмотренных законом и общими принципами международного права.

Предыдущие положения не умаляют права государства обеспечивать выполнение таких законов, какие ему представляются необходимыми для осуществления контроля за использованием собственности в соответствии с общими интересами или для обеспечения уплаты налогов или других сборов или штрафов.

LECAP
LAW FIRM

119019 МОСКВА,
УЛИЦА ВОЗДВИЖЕНКА, ДОМ 9

ТЕЛ. +7 (495) 122-05-17

LECAP@LECAP.RU

WWW.LECAP.RU

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!

