

Обществен дълг

Инвеститорите трудно събират вземанията си по корпоративни облигации заради законови пропуски и липса на съдебна практика

адв. Ивана Близнакова, в. Капитал, 03.07.2010 г.

Когато са притиснати от финансови проблеми, хората и фирмите се държат по доста сходен начин. Повечето са коректни и правят всичко по силите си да се разплащат, но понякога се случва да не могат или да не искат да обслужват задълженията си. Затова и банките имат различни начини да си гарантират, че ще съберат обратно раздадените кредити - искат обезпечения, поръчители и т.н. Всичко това с времето е залегнало в законите и практиката и банките имат ефективни механизми за събиране на вземания.

Не толкова рутинна е процедурата, когато става въпрос за друга форма на дълг - корпоративните облигации. Те са сравнително нов вид финансиране за българския пазар и преживяха своя бум в годините преди кризата. Тогава много компании прибягнаха до облигационни емисии, защото с по-високата си доходност от депозитите към тях имаше засилен интерес от институционални инвеститори и особено от пенсионни фондове. Сега обаче много компании изпитват затруднения да изплащат облигациите си. Част от емитентите предоговориха заемите си или поискаха разсрочването им, но други изпаднаха в неизпълнение (виж таблицата). Компании и инвеститори се сблъскаха с недотам развитата у нас правна уредба на облигациите, както и с липсата на съдебна практика по въпроса. Това, заедно с пропуски в договореностите още при сключването на заемите, сериозно затруднява облигационерите да съберат вземанията си и показва нуждата от прецизиране на законите.

Пътищата за защита

на облигационерите при неизпълнение на плащане от емитентите са основно два – или индивидуално изпълнително производство с разпродаване на активите на дружеството, доколкото ги има, или производство по обявяване в несъстоятелност.

Индивидуалното изпълнително производство може да се развие по два начина. Първият вариант е облигационерите (или избраната от тях банка довереник, която трябва да следи за финансовото здраве на длъжника и да защитава интересите на кредиторите) да потърсят правата си в съда и да искат заповед за изпълнение и изпълнителен лист. В този случай в сравнително кратък срок облигационерите могат да получат вземанията си от продажбата на имуществото на дружеството емитент, ако парите от продажбата стигат за покриване на дължимите плащания. Другият вариант, който в някаква степен е по-сигурен при необезпечени облигации, но пък е по-бавен във времето, е преминаването към обезпечителен процес. При него в кратък срок се налага възбрана на имоти, заповед върху вземания и други активи на дружеството емитент, но след това се води дело в съда. И двата варианта имат предимства и недостатъци и следва да бъдат добре обмислени като стратегия от облигационерите и правните им консултанти.

При производството по несъстоятелност целта на облигационерите е по-скоро да се намесят в мениджмънта и по възможност да приемат план за оздравяване на емитента. В рамките на този план облигационерите могат да помислят дори за продажбата на целия бизнес на дружеството

емитент, тъй като в крайна сметка интересът на облигационерите е емитентът не да спре дейността си, а да бъде оздравен и да продължи да генерира доход от облигациите. В този смисъл е препоръчително да бъде приета промяна в Закона за публичното предлагане на ценни книжа, която да позволи като обезпечение по облигационна емисия да бъде учредяван особен залог върху търговско предприятие. Така облигационерите чрез банката довереник директно, по-бързо и по-евтино биха могли да предприемат продажба на бизнеса на дружеството емитент, вместо да навлизат в тромавата и недотам с ясен изход процедура по несъстоятелност. Досега в публичното пространство липсват данни за облигационери, тръгнали по първия възможен път за защита. Облигационерите на "Ален мак" и "Роял патейтос" избраха пътя за подаване на молби за обявяване на дружествата емитенти в несъстоятелност. Мениджмънтът на "Алу пласт" пък прецени, че дружеството е финансово дестабилизирано и подаде молба за обявяване в несъстоятелност по своя инициатива.

Една от първите

Юридически пролуки

при започването на производството по несъстоятелност, от която компаниите често се възползват, е липсата на изричен текст в нормативната уредба, който да определя облигационния заем като търговска сделка. За да бъде признато дружеството емитент за неплатежоспособно (най-бързият път към обявяването в несъстоятелност) една от предпоставките е да има просрочено изискуемо вземане от търговска сделка, свързана с обичайната му дейност. Макар в правната теория да има солидни аргументи в посока, че облигационният заем може да се разглежда като търговска сделка, докато това предположение не бъде затвърдено от трайна съдебна практика, емитентите ще могат да спекулират по въпроса.

Следващата неяснота, която се среща и при двата пътя за защита и изобщо при прехвърляне на задължения по облигации, е свързана с неплатени лихви за минал период на инвеститор, който вече е продал облигацията си. В света на финансистите е ясно, че това неизплатено вземане за лихви се дължи от дружеството емитент на този облигационер. Юридически обаче нещата не стоят така – понеже лихвата е акцесорно вземане към главницата, винаги се прехвърля заедно с главницата, освен ако не е уговорено друго. Следователно юридически, ако облигацията е прехвърлена с обикновена борсова сделка, първият облигационер фактически е прехвърлил и вземанията си по неизплатени лихви заедно с главницата. В този случай първият облигационер не е легитимиран да води процес срещу дружеството емитент и не се явява кредитор спрямо него за тези неплатени лихви назад във времето.

Възможността по сегашната уредба първият облигационер да запази за себе си тези неплатени лихвени плащания, съответно да се включи в процес срещу дружеството емитент за заплащането им, е сключването на договор за цесия, в който е предвидено, че първият облигационер прехвърля само главницата и лихвените плащания занапред. Ясно е, че бързината и механизмът на сделките на борсата (при които в повечето случаи дори продавачът не знае кой е купувачът отсреща) по-скоро прави невъзможно подписването на договори с подобни уговорки. По тази причина е препоръчително да се приемат технически решения и съответни изменения в правилника на регулирания пазар и депозитарната институция в посока облекчаване на възможността за разделно прехвърляне на лихви и главница. Това може да бъде решено, като самото нареждане/потвърждение за сделка при инвестиционен посредник съдържа квадратче с

отбелязване дали се прехвърля главница и лихви занапред или главница и всички лихви, включително неплатени до момента. Съответно регулираният пазар и депозитарната институция следва да отразят това обстоятелство. В противен случай фонд мениджърите при продажбата на облигации би трябвало да калкулират в цената и потенциалната възможност за събиране на дължимите и неплатени лихвени плащания от купувача.

Особено внимание следва да се обърне и на разпоредбите относно вземане на решения на общото събрание на облигационерите. Сегашната уредба препраща към кворума и мнозинствата за общо събрание на акционерите. Тъй като повечето фондове, пенсионноосигурителни дружества и други облигационери държат малки пакети от облигации от една емисия, е препоръчително с оглед защитата на интересите на тези миноритарни институционални инвеститори да бъдат предвидени законово по-високи мнозинства за вземане на решения. По този начин може да бъде осигурено участието им във вземане на важни решения като отсрочване на плащания по облигациите, разрешение за емитиране на нова емисия облигации и други подобни. Междувременно, доколкото законово към момента не са предвидени по-високи мнозинства за вземане на решения, облигационерите по бъдещи емисии биха могли да изискат от дружествата емитенти предвиждане в уставите им, както и в меморандума/проспекта за записване на облигациите, изрични разпоредби в тази насока.

Около 10% от публичните емисии облигации са застраховани срещу риск от неплащане на лихви и главница от страна на дружеството емитент (виж табл. 2). Това е допълнителна защита за инвеститорите, но дори и тя не дава пълна гаранция за събиране на вземанията. Покриването на големи заеми би бил голям разход за застрахователните компании и те ще търсят правни аргументи в посока на отказ или намаление на заплащане на застрахователни обезщетения по емисиите. По тази причина облигационерите следва да направят добър правен анализ на застрахователните договори и своевременно да уведомяват застрахователите при настъпване на определени събития с "червено флагче", за да минимизират основанията за отказ за заплащане на обезщетение.

Когато нямаш доверие на довереника

При обезпечените облигации (когато е учредена ипотека върху недвижими имоти, залог върху вземания или други активи на дружеството емитент или пък има сключена застраховка) облигационерите имат допълнителна професионална защита от страна на банката довереник. Тя следва да анализира даденото обезпечение и да изиска допълнително обезпечение при определени условия. Тя трябва да действа не само с грижата на добър търговец, но и в най-добър интерес на облигационерите.

Интересно ще бъде развитието на казусите относно банката довереник и възможния конфликт на интереси, когато тази банка същевременно е и кредитор на дружеството емитент по обикновен банков заем. В ролята си на кредитор на емитента такава банка влиза в конфликт на интереси с останалите кредитори и в частност - с облигационерите (чиито интереси пък трябва да защитава като банка довереник). В подобни случаи, при наличието на значителен конфликт на интереси, банката довереник следва незабавно да уведоми емитента. В случай че конфликтът на интереси не може да бъде преодолян, банката довереник следва да прекрати договорите си. Предстои да се тества дали в подобни случаи банката довереник е действала в най-добър интерес на облигационерите и дали последните биха могли да търсят обезщетение за претърпени от тях

вреди от неположена дължима грижа от страна на банката. При всички положения, за да се избегне рискът от потенциални претенции на облигационери, е препоръчително банката довереник да свиква общо събрание на облигационерите, на което да се обсъждат и решават действията, които тя предприема за защита на правата и интересите на облигационерите. Единствено в тези случаи банката е освободена от отговорност за настъпили вреди за облигационерите.

В заключение следва да се отбележи, че колкото по-бързо се инициират законодателни промени в посока осигуряване на възможности за бързо действие и удовлетворяване на облигационерите при неплащане от дружествата емитенти, както и за реални неблагоприятни последици за мениджмънта, довел дружеството емитент до неизпълнение, толкова по-бързо ще бъде защитен не само частният, но и общественият интерес. Защото неплащането по облигационна емисия, в която е инвестирал пенсионният ни фонд например, директно води до намаляване на възможността ни за по-добра пенсия. Неплащането по облигации може да отключи ефекта на доминото върху и без това затруднената фондова индустрия (т.е. договорни фондове, инвестиционни дружества), върху застрахователите и банките. Най-лошият сценарий в този случай би включвал верижни фалити във връзка с междуфирмената задлъжнялост, миниране инвеститорското доверие и съответно оскъпяване на ресурса за кредитиране на фирмите.

***Авторът е съдружник в адвокатска кантора „Точева и Мандажиева“. Тази статия има характер на анализ и не може да бъде разглеждана като индивидуална консултация, отчитаща спецификите на конкретната ситуация и участници. Въпреки усилията на „Точева и Мандажиева“ да предоставя точна и актуална информация, не съществува гаранция, че тя ще остане такава и след датата, на която статията е написана. За повече информация по засегнатите по-горе въпроси, както и за индивидуална консултация, можете да се обърнете към автора на bliznakova@tmlawoffice.bg.**