

Правовые формы международного финансирования: кредитные соглашения и облигации



Вишневский Петр Николаевич,
аспирант кафедры международного
частного права факультета права
НИУ «Высшая школа экономики»
peterbishnevskiy@gmail.com

В статье дается описание правовых вопросов, возникающих в связи с участием в отношениях по предоставлению международных кредитов и выпуску международных облигаций. Автором выявлены правовые сходства и различия международных кредитов и облигаций. Раскрывается понятие международного финансирования, включающее трансграничное размещение акций, предоставление международных кредитов и выпуск международных облигаций.

Ключевые слова: международный рынок капитала, трансграничное размещение акций, международные облигации, международные кредиты, трансграничная несостоятельность.

Развитие коммерческой организации не обходится без заемных финансовых средств, предоставляемых участниками финансового рынка, например кредитными организациями. Иногда заемщики выбирают такую форму финансирования, как размещение облигаций или акций на рынке ценных бумаг: подобному решению могут способствовать высокая репутация предприятия в данной отрасли и значительные размеры собственного капитала, который будет служить залогом для потенциальных и дей-

ствующих держателей ценных бумаг данной организации.

Если общая стоимость активов и соответственно заемных ожиданий коммерческой организации превышает возможное предложение со стороны финансового рынка, то в финансировании такого предприятия, скорее всего, будут заинтересованы зарубежные банки, которые располагают необходимым размером финансовых средств. В подобном случае деятельность заемщика по привлечению финансовых средств распростра-

няется за рамки одного государства и входит в сферу международного финансирования.

1. Понятие международного финансирования

Международное финансирование — это вид инвестиционной деятельности, осуществляемый в форме предоставления резидентами денежных средств нерезидентам на основании международных кредитных сделок, а также в форме оплаты стоимости размещаемых на национальном рынке акций иностранных юридических лиц¹. С другой стороны, международное финансирование можно рассматривать как привлечение финансовых средств лицами одной страны на территории другой страны. В таком случае международное финансирование представляет собой совокупность внешнеэкономических сделок, направленных на привлечение финансовых средств за рубежом.

Международное финансирование как вид инвестиционной деятельности опосредует международное движение капиталов. Поэтому в это понятие не включаются краткосрочные операции, заключаемые на международном денежном рынке, например выдача векселей. Таким образом, сущностью международного финансирования является предоставление финансовых средств иностранным лицам или, с другой стороны, привлечение финансовых средств за рубежом.

Международное финансирование осуществляется при помощи основных двух видов внешнеэкономических сделок:

1) международных кредитных сделок, на основании которых финансовые средства предоставляются/привлекаются на срок в обмен на определенный денежный процент, при этом кредитор и заемщик находятся в разных государствах — иными словами, сделок на международных кредитных рынках² (долговое финансирование³);

2) сделок по трансграничному размещению акций, на основании которых финансовые средства предоставляются/привлекаются на бессрочной основе в обмен на имущественные и неимущественные права в отношении акционерных обществ, находящихся в

стране иной, чем страна размещения акций, — сделок на международных фондовых рынках (долевое финансирование).

Данная классификация отражает принятое в западной правовой доктрине определение понятия международных финансов, в соответствии с которым последнее означает предоставление финансовых средств на рынках капитала, осуществляемое в трех основных формах: трансграничного выпуска акций, международных облигаций и международных синдицированных кредитов⁴. О единой природе данных сделок свидетельствуют также публикации отечественных авторов⁵. А.В. Шамраев характеризует международные финансовые сделки как трансграничные (cross-border) с участием в качестве как минимум одной из сторон сделки финансовой организации, обладающей специальной правоспособностью на осуществление банковской деятельности или деятельности на финансовом рынке⁶.

Для целей настоящей статьи международные облигации и международные синдицированные кредиты объединены в одну группу, поскольку как кредит, так и облигация представляют виды заемного обязательства. Сходства и различия международных кредитов и облигаций будут изложены ниже.

Следует отметить, что международное финансирование как деятельность по предоставлению/привлечению денежных средств не сводится исключительно к совершению двух вышеприведенных видов сделок. Международное кредитование, по аналогии с простым кредитованием, будет сопровождаться целым комплексом сделок, связанных с внесением вкладов (депозитов), с возмездным приобретением денежных требований, с осуществлением выплат по банковским гарантиям или договорам поручительства и пр.⁷ Но толчком к совершению данных сделок будут служить указанные выше сделки.

2. Международные кредиты и облигации: правовые сходства и различия

Рассмотрим более детально международные кредитные сделки — об-

лигации и кредитные соглашения⁸. У этих двух правовых форм международного финансирования есть много общего: они осуществляются на международном кредитном рынке, кредитором и должником в них выступают лица различной национальной принадлежности, а валюта данных операций является иностранной, по крайней мере, в отношении одного из участников, как правило — заемщика. В предоставлении международного кредита и выпуска облигаций задействованы одни и те же участники рынка: банки, инвестиционные компании, андеррайтеры, аудиторы и др. К тому же кредит и облигация являются формами займа. Так, например, в соответствии с положениями Гражданского кодекса РФ к отношениям по кредитному договору и облигациям применяются правила о займе, если иное не предусмотрено специальными нормами (п. 2 ст. 819, ст. 816 ГК РФ).

Однако есть и некоторые отличия: международный кредит оформляется отдельным кредитным договором, облигационный заем — проспектом эмиссии. Издержки обращения на вторичном рынке синдицированных кредитов выше, чем на рынке международных облигаций: передача прав по кредиту оформляется заключением дополнительных соглашений об уступке прав, в то время как для международных облигаций достаточно простого обращения к депозитарию (ст. 29 ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

С другой стороны, выпуск международных облигаций — это выпуск ценных бумаг. В этом отношении международные облигации имеют много общего с трансграничным размещением акций. Так, к примеру, на мировых финансовых рынках облигации вместе с акциями образуют единый рынок ценных бумаг. Облигации, как и акции, выпускаются путем эмиссии и подчиняются аналогичным правилам обращения на вторичном рынке. Стоимость облигаций, так же как и акций, зависит от аналогичных экономических показателей. Но вместе с тем у акций и облигаций имеются существенные различия, прежде всего с точки зрения права.

Во-первых, в отличие от акций облигации представляют собой форму кредитования: финансовые средства по облигациям передаются под процент и подлежат возврату по истечении срока. Акции, в свою очередь, являются инструментом участия в имуществе юридического лица и управления им, а средства возвращаются держателю только после ликвидации корпорации. *Во-вторых*, хотя по форме облигации представляют собой ценные бумаги, будучи выраженными в иностранной валюте и выпущенными на международном финансовом рынке, они не подпадают под общие требования регистрации эмиссии, а торговля на вторичном рынке осуществляется вне мировых биржевых площадок (*over-the-counter*), и следовательно, они выбывают из правового поля организованного рынка ценных бумаг⁹. В свою очередь, выпуск и обращение акций подчиняется внутреннему законодательству той или иной страны. Таким образом, международные облигации — это, в сущности, международный кредит, а по форме — ценная бумага, поэтому их можно выделить в отдельную группу.

Перечисленные выше свойства международных долговых инструментов позволяют выявить следующие особенности их правового режима. *Во-первых*, неизбежность коллизий законов разных государств. Поскольку использование международных долговых инструментов затрагивает сразу несколько стран, возникает конфликт между законами этих стран. Это особенно важно при выпуске международных облигаций: в этих случаях количество затронутых обязательств юрисдикций может достигать 30¹⁰. Ответить на вопрос, право какой страны подлежит применению в данной ситуации, помогает международное частное право. Международное частное право касается сделок, в которых присутствует так называемый иностранный элемент — будь то субъект (зарубежный банк, инвестор), объект сделки (например, передаваемая в залог недвижимость) или юридический факт (заключение соглашения за границей).

Во-вторых, необходимость установления содержания иностранного

права. Из-за того что международное частное право лишь отсылает к определенному правопорядку, оно не решает вопрос по существу. Поэтому установление содержания применимого права осуществляется заинтересованной стороной самостоятельно либо путем обращения к специалистам данной страны.

В-третьих, специфика разрешения споров. Хотя большинство споров рассматривается в рамках одной страны, применительно к международным финансовым сделкам не исключено участие в процессе одновременно в нескольких странах. Например, если в отношении должника будет инициирована процедура несостоятельности, то кредиторам, скорее всего, придется защищать свои интересы в различных судах: обеспечивающее обязательства должника имущество может располагаться в различных государствах. Рассмотрение спора в одном суде практически невозможно, потому что в подавляющем количестве стран существуют жесткие правила в отношении исключительной юрисдикции судов, например в отношении споров, связанных с недвижимостью (пп. 2 п. 1 ст. 248 АПК РФ). Одновременное судебное разбирательство в разных странах по различным элементам одного и того же международного кредитного договора требует особой обстоятельности в разработке конкретных правовых решений.

3. Международное частное право и международное финансирование

Таким образом, по сравнению с кредитными сделками на внутреннем рынке круг правовых вопросов по международным долговым обязательствам существенно расширяется. На этапе заключения сделки стороны по договору могут и не подозревать о возможных юридических рисках. Наиболее ярко правовые проблемы проявляют свое значение во времена экономической нестабильности. В эти периоды платежеспособность контрагентов на международных финансовых рынках существенно снижается, обнаруживаются не замеченные ранее показатели финансовой отчетности. Все это дополняется ухуд-

шением общей макроэкономической ситуации в стране и непопулярными действиями правительства по ее спасению.

Решение возникающих при этом споров возлагается на международных посредников, юристов и международные арбитражные суды. От правильно выстроенной защиты интересов заемщика будет зависеть не только размер его убытков и репутация, но и репутация местных банков-посредников, аудиторов и государственных контролирующих органов, которые были задействованы в сопровождении сделки.

Основной регулятор сделок на международных кредитных рынках — соглашение сторон. Это соглашение закрепляется в проспекте эмиссии облигаций или в договоре о предоставлении кредита. Не урегулированные проспектом или договором вопросы решаются в соответствии с применимым правом, которое определяют стороны. Чаще всего это английское право, поскольку большинство сделок международного финансирования российских организаций осуществляется на территории Лондона¹¹.

Несмотря на простоту вышеизложенной схемы договорных отношений, невозможно заранее предусмотреть все правовые проблемы, которые могут возникнуть в будущем. Проанализируем на конкретных примерах правовые вопросы, возникающие в связи с выпуском международных облигаций и предоставлением международных кредитов.

В отношении международных облигаций показателен пример, приведенный А. Мугаша и иллюстрирующий стандартный выпуск международных облигаций¹². Дочернее предприятие польской организации, расположенное в Германии, выпускает международные облигации на финансовом рынке в Лондоне, при этом доверительным собственником поступающих по облигациям платежей выступает английская компания, созданная по английскому праву и находящаяся под юрисдикцией английских судов. Польская головная компания выступает поручителем по выпуску облигаций и передает в залог свои акции банку-агенту, зарегистриро-

ванному в США. Облигации зарегистрированы в клиринговых системах «Евроклир» (Бельгия) и «Клеарстрим» (Люксембург), при этом глобальная депозитарная расписка находится у зарегистрированного в Англии дочернего предприятия американского банка. Одним из держателей облигаций выступает инвестиционный фонд, имеющий место регистрации на Бермудских островах, который впоследствии продает свои облигации компании, зарегистрированной в штате Дэлавер (США), но головной офис которой расположен в Нью-Йорке. Исполнительный директор этой компании имеет местожительство в Майями (США). После того как немецкая компания (эмитент облигаций) не исполнила свои обязательства по облигациям, исполнительный директор, проживающий в Майями, подает исковое требование в суд города Майями, ссылаясь на проявленный обман (*fraudulent misrepresentation*) и небрежность (*negligence*) со стороны эмитента облигаций.

Проанализируем вкратце и в наиболее общем виде возможные правовые вопросы, которые могут подниматься в связи с разрешением вышеизложенной фабулы. Основанием иска в данной ситуации служит факт неплатежа по облигациям. При этом истец требует возмещения на основании деликта со стороны эмитента — обмана и небрежности. Деликтные обязательства будут определяться по праву США¹³, но суд должен будет решить, право какого штата следует применить в данном случае — Нью-Йорка (местонахождение компании-держателя облигаций) или Флориды (штата, где проживает истец). При этом практика разрешения споров из международных облигаций показывает, что доказательство наличия обязанности со стороны ответчика (одного из элементов деликта) в данных отношениях не применяется: эмитент будет нести ответственность без вины (*strict liability*)¹⁴, т.е. бремя доказывания со стороны истца существенно меньше.

Однако права истца на иск на основании неплатежа со стороны эмитента облигаций могут быть ограничены условиями выпуска, изложенными в проспекте эмиссии. Поскольку в дан-

ном выпуске был использован инструмент доверительной собственности (траста), все вопросы, связанные с требованиями держателей облигаций, скорее всего, будут решаться через доверительного собственника в соответствии с условиями, изложенными в проспекте эмиссии, — об этом свидетельствует практика выпуска международных облигаций¹⁵. При этом для решения данных вопросов будет проводиться собрание держателей облигаций, а не урегулированные проспектом вопросы будут решаться по праву Англии (местонахождение доверительного собственника).

Следует учитывать, что акции были переданы в залог банку-агенту, зарегистрированному в США. Поэтому истец может предъявить одновременно требования о реализации заложенных по облигациям акций головной компании — такие требования рассматриваются по месту нахождения заложенного имущества. Но это может оказаться непросто, поскольку залог был предоставлен в обеспечение обязательств по облигациям, держателями которых являются и другие лица — необходимость их участия может затянуть судебное разбирательство. Однако, если в отношении первоначального истца (польской дочерней компании) будет инициирована процедура несостоятельности, то все вопросы, связанные с имуществом последнего, будут решаться по законам Польши. Если о своей несостоятельности объявит и поручитель по облигациям, то будут применяться требования законодательства Германии. При этом общие вопросы несостоятельности европейских предприятий будут регулироваться Регламентом Совета ЕС № 1346/2000 «О производстве по делам о несостоятельности»¹⁶.

Вышеизложенный пример позволяет вкратце продемонстрировать сложность существующей практики выпуска и обращения международных облигаций, а также решения связанных с этим правовых вопросов. Далее посмотрим, как могут решаться вопросы, связанные с предоставлением международных кредитов, в соответствии с нормами российского коллизионного права.

Международный кредит можно рассматривать как самостоятельное обязательство, но чаще всего он является элементом уже существующего (инвестиционный договор) или возникшего после (факторинг, зачет) обязательства. В таком случае связанные с ним отношения будут подпадать под действие п. 5 ст. 1211 ГК о смешанных договорах (если иное не вытекает из закона, условий или существа договора или совокупности обстоятельств дела), т.е. соглашениях, содержащих в себе несколько самостоятельных обязательств. Споры по каждому обязательству будут решаться по праву страны, которое применимо к данному обязательству.

Предположим, что спор возник в связи с просрочкой выплат по синдицированному кредиту между российским заемщиком и зарубежными кредиторами — синдикатом банков из 8 стран: Кипра, Нидерландов, Люксембурга, Китая, Германии, Соединенного королевства (Великобритании), Ирландии, Франции¹⁷. Обязательство по синдицированному кредиту по существу кредитное и подпадает (если иное не предусмотрено соглашением сторон) под общее действие пп. 8 п. 3 ст. 1211 ГК. Норма отсылает к праву кредитора — иностранного инвестора¹⁸. Решение всех вопросов, связанных с удовлетворением требований кредиторов, будет осуществляться одновременно по праву всех вышеуказанных стран, если иное не предусмотрено в договоре. Если стороны самостоятельно определили применимое право (например, английское право), не исключено, что императивный закон заемщика запрещает применение иностранного права к возникшим отношениям (так называемый публичный порядок), и поэтому вопрос не может быть решен по английскому праву. Принимая во внимание изначальную гибкость правовых предписаний, необходимо помнить, что стороны будут пытаться обосновать применение тех норм, которые максимально соответствуют их интересам, а не торжеству справедливости.

Далее следует посмотреть, как решается вопрос по праву зарубежной страны. После обращения к иностранному законодательству, практике

его применения и взглядам местных специалистов может оказаться, что вопрос решается не в пользу заемщика, хотя и по российскому праву результат мог бы оказаться положительным. Но в вопросах обеспечения обязательств ситуация выглядит иным образом.

В практике международных кредитных соглашений в пользу кредиторов в условия договора принято включать специальную статью, посвященную будущим залоговым операциям заемщика: в случае если заемщик передает в залог свое имущество третьему лицу, кредиторы по первоначальному кредитному соглашению автоматически становятся солидарными кредиторами по возникшему в этой связи новому залоговому обязательству заемщика. Однако если подобная практика признается английскими судами, то в российском суде и любом другом суде романо-германской правовой семьи требования кредиторов-замодателей в рамках возникшего залогового обязательства будут несостоятельными. Так, если в англосаксонской правовой семье допускается передача в залог имущества, которое возникнет в будущем, то по требованиям российского законодательства договор — предмет залога должен быть индивидуализирован — необходимо указать его оценку, а также существо и срок исполнения обязательства, обеспечиваемого залогом (п. 1 ст. 339 ГК РФ). Поэтому такое условие в договоре будет признано недействительным как противоречащее закону (ст. 168 ГК РФ).

Потенциальные опасности для кредиторов, возникающие в связи с участием в международных кредитных соглашениях, могут быть вызваны также другими обстоятельствами. Например, в стране заемщика принимается новый закон, который в той или иной степени затрагивает финансовые операции заемщика, в том числе связанные с исполнением принятых обязательств по выплате процентов, возврату долга — чаще всего это валютные ограничения.

С другой стороны, заемщикам не следует забывать о том, что в ведущих финансовых центрах мира действуют свои «местные» правила (*lex mer-*

сatoria), такие как правила Лондонской кредитной ассоциации (London Market Association) на финансовом рынке Лондона и правила Ассоциации синдицированного кредитования и торговли (Loan Syndications and Trading Association) в США¹⁹. На эти правила делается ссылка в подавляющем большинстве международных кредитных договоров.

Таким образом, при выходе российских заемщиков на международные финансовые рынки или при участии российских кредитных организаций в иностранных синдикатах, в выпуске международных облигаций следует учитывать особенности правового регулирования в данной сфере международных отношений. Во-первых, следует тщательно подходить к формированию условий кредитного соглашения и проспекта эмиссии международных облигаций — именно в соответствии с этими документами будет решаться большинство возникающих впоследствии вопросов. Во-вторых, необходимо учитывать специфику законодательства контрагентов, которое может в корне отличаться от соответствующих норм российского права. В-третьих, следует помнить, что хотя международный кредит или выпуск облигаций оформляется одним документом, участие в нем сторон, расположенных в разных государствах, свидетельствует о том, что в случае возникновения спора не исключено одновременное ведение судебного разбирательства в нескольких государствах. Все вышеперечисленные правовые вопросы следует тщательно взвесить, прежде чем вступать в заемные отношения с иностранными контрагентами.

¹ Для сравнения можно привести пример определения международного финансирования экономистами. Так, А.А. Суэтин определяет «финансирование» как «обеспечение бизнеса ресурсами». См.: Суэтин А.А. Финансовые рынки в мировой экономике : учебник. М. : Экономистъ, 2008. С. 17. С другой стороны, Ю.Г. Вешкин определяет «международное финансирование» как «экономические отношения, возникающие по поводу предоставления и получения необходимых финансовых ресурсов, сделок с иностранными активами и расчетов по ним, в которых участвуют

резиденты разных национальных государств». Вешкин Ю.Г. Международные валютно-кредитные отношения : учебник. М. : Магистр: ИНФРА-М, 2011. С. 470. При этом к источникам международного финансирования автор относит банковские кредиты, кредиты международных финансовых институтов, средства институциональных и частных инвесторов в форме вложений в ценные бумаги, государственные фонды и резервы.

- ² Вешкин Ю.Г. Международные валютно-кредитные отношения : учебник. М. : Магистр: ИНФРА-М, 2011. С. 471.
- ³ Пенкин С.А. Современные тенденции заимствований российских компаний на мировом рынке капитала : монография. М. : МАКС Пресс, 2011. С. 8.
- ⁴ McKnight A. The law of international finance. Oxford University Press, 2008 ; Mugasha A. International Financial Law: Is the Law Really «International» and Is It «Law» Anyway? // Banking and Finance Law Review. 2011. P. 3 ; Wood P.R. Comparative law of security interests and title finance. Sweet & Maxwell, 2007 ; Wood P.R. Law and Practice of International Finance. Sweet & Maxwell, 2008.
- ⁵ Шамраев А.В. Правовое регулирование международных банковских сделок и сделок на международных финансовых рынках. М. : КНОРУС, ЦИПСИР, 2010. 160 с.
- ⁶ Там же. С. 6.
- ⁷ Курбатов А.Я. Банковское и небанковское кредитование: понятие и критерии разграничения // СПС «КонсультантПлюс».
- ⁸ Здесь и далее будет рассматриваться международные кредитные соглашения.
- ⁹ Международный финансовый рынок : учеб. пособие / под ред. В.А. Слепова, Е.А. Звоновой. М. : Магистр, 2007. С. 181–182.
- ¹⁰ Wood P.R. Comparative financial law. London : Sweet&Maxwell, 1995. P. 22.
- ¹¹ McCormick R. Legal risk in the financial markets. Oxford : Oxford University Press, 2010. P. 437.
- ¹² Mugasha A. International Financial Law: Is the Law Really «International» and Is It «Law» Anyway? // Banking and Finance Law Review. 2011. P. 3–4.
- ¹³ В праве США господствует теория «приобретенных прав», в соответствии с которой обязательство, возникшее в месте совершения деликта, следует за деликвентом и может быть принудительно исполнено в любом месте. См.: Гетьман-Павлова И.В. Международное частное право. М. : Юрайт, 2011. С. 327.
- ¹⁴ Wood P.R. Law and Practice of International Finance. Sweet & Maxwell, 2008. P. 171.

¹⁵ Ibid. P. 179.

¹⁶ Хайрюзов В.В. Некоторые проблемы правового регулирования трансграничной несостоятельности (банкротства) // Право и политика. 2006. № 7.

¹⁷ На долю данных стран в 2010 г. пришлось 78,9% объема накопленных иностранных инвестиций. Данные: Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B11_04/IssWWW.exe/Stg/d04/2-in-invest.htm (дата обращения: 20.12.2011).

¹⁸ Таким образом, к 2011 г. под действие данной статьи и соответственно иностранного права предположительно подпало кредитных соглашений и международных облигаций на сумму приблизительно 372 млрд долл. США. Данные: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs> (дата обращения: 20.12.2011).

¹⁹ Худяков М.Ю. Участники синдицированного кредита выбирают иностранное право // Банковское право. 2009. № 6. С. 41–42.