



Банк России



ИЮЛЬ 2020 ГОДА

# О КОНЦЕПТУАЛЬНЫХ ПОДХОДАХ К РЕГУЛИРОВАНИЮ ВОПРОСОВ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРАВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Доклад для общественных консультаций

Москва  
2020

# СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	2
<b>1. Реструктуризация обязательств по облигациям эмитента: регулирование и проблемы правоприменения .....</b>	<b>4</b>
1.1. Условия реструктуризации для различных категорий кредиторов .....	5
1.2. Оценка предлагаемых условий реструктуризации .....	8
1.3. Альтернативные способы изменения условий по облигациям .....	9
1.4. Принятие решения о реструктуризации связанными лицами.....	11
<b>2. Ответственность членов совета директоров (наблюдательного совета) и исполнительных органов эмитента перед владельцами облигаций.....</b>	<b>14</b>
<b>3. Общее собрание владельцев облигаций: регулирование и проблемы правоприменения .....</b>	<b>17</b>
<b>4. Представитель владельцев облигаций: права и обязанности.....</b>	<b>19</b>
4.1. Взаимодействие с представителем.....	19
4.2. Обращение в суд.....	20
4.3. Оплата услуг и возмещение расходов представителя.....	21
4.4. Компетентность и профессионализм представителя.....	24
<b>5. Отказ от прав владельцев облигаций.....</b>	<b>26</b>
<b>Заключение.....</b>	<b>29</b>

Материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 10.09.2020 включительно по электронным адресам: [saribekovmv@cbr.ru](mailto:saribekovmv@cbr.ru) и [gorbachevana@cbr.ru](mailto:gorbachevana@cbr.ru).

При использовании материалов доклада ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Т. Тюрина, Банк России.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

## ВВЕДЕНИЕ

Введение в 2014 году в Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон) таких институтов, как представитель владельцев облигаций (далее также – ПВО, представитель) и общее собрание владельцев облигаций (далее также – ОСВО, собрание), обозначило новый вектор развития правоотношений, связанных с осуществлением эмиссии облигаций, их приобретением и исполнением обязательств по ним.

Новое регулирование позволило владельцам облигаций вести диалог с эмитентами, а эмитентам – более эффективно преодолевать финансовые трудности за счет возможности реструктуризации своих обязательств. В частности, эмитент получил возможность договариваться об изменении объема прав по облигациям или о прекращении своих обязательств по ним полностью или частично в обмен на новые обязательства, не связанные с выпущенными облигациями. Однако любые подобные изменения не могут производиться в одностороннем порядке и реализуются эмитентом только с согласия большинства владельцев облигаций. Владельцы, в свою очередь, получили право контролировать действия эмитента, непосредственно связанные с конкретным выпуском облигаций, путем принятия или непринятия предложенных эмитентом вариантов действий. Такой контроль осуществляется через механизм проведения собрания по конкретному выпуску облигаций, в котором могут принимать участие все владельцы облигаций данного выпуска, не связанные с эмитентом по ряду критериев. Соответственно, решения по вопросам собрания, поставленным на голосование, должны приниматься инвесторами, действующими в своих интересах.

Собрания могут проводиться не только по инициативе эмитента, но и для продвижения инициатив самих владельцев облигаций. Так, инвесторы, владеющие в совокупности не менее 10% общего количества находящихся в обращении облигаций выпуска, могут предложить эмитенту провести собрание с повесткой дня, предусмотренной Законом.

В повестку дня собрания может быть включен, помимо прочего, вопрос об избрании представителя – независимого юридического лица, оказывающего услуги по представлению интересов владельцев облигаций перед эмитентом и иными лицами, а также в органах государственной власти, в том числе в судах, и внесенного в специальный список, ведение которого осуществляется Банком России.

С момента появления указанных выше институтов участники финансового рынка активно используют новую модель взаимоотношений «инвесторы – общий представитель – эмитент», а также различные способы реструктуризации. Так, с 2014 года российскими корпоративными эмитентами проведено более 400 собраний, всего реструктурировано 89 выпусков рублевых облигаций, в официальный список, который ведет Банк России, включено 74 юридических лица, которые могут осуществлять функции представителя владельцев облигаций.

Долговой рынок в настоящее время активно развивается, объемы выпущенных облигаций постоянно увеличиваются. Так, по итогам 2018 года объем выпущенных в России корпоративных рублевых облигаций с дюрацией от 1 года составил около 900 млрд рублей, а долларовых – около 3,4 млрд долларов США. В 2019 году объемы составили более 1900 млрд рублей и 10 млрд долларов США соответственно.

Количество новых выпусков корпоративных облигаций с дюрацией от 1 года в 2018 году превышало 100 выпусков, тогда как в 2019 году – 300 выпусков. Количество находящихся в обращении корпоративных облигаций в настоящее время превышает 2100 выпусков, что существенно выше аналогичного показателя рынков СНГ и Восточной Европы.

Столь широкое использование механизма привлечения заемных средств, а также проводимые Банком России надзорные мероприятия в отношении участников финансового рынка позволяют сделать вывод о том, что действующее регулирование институтов ОСВО и ПВО, а также механизма реструктуризации в настоящее время в целом обеспечивает баланс интересов эмитентов и инвесторов.

Вместе с тем в процессе рассмотрения обращений относительно действий эмитентов и представителей владельцев облигаций отмечаются отдельные ситуации, в рамках которых усматривается неравное отношение к разным кредиторам одного заемщика и, как следствие, недостаточная защищенность интересов владельцев облигаций при проведении собраний, а также недостаточная заинтересованность представителей при осуществлении ими своих функций.

Принимая во внимание текущую экономическую ситуацию, ограничения, введенные в связи с распространением коронавирусной инфекции, особенно заметно могут сказаться на рынке облигаций – в частности, облигаций, выпущенных организациями малого и среднего бизнеса. В связи с этим существует необходимость оценки возможного нарушения баланса интересов эмитентов и инвесторов в отдельных случаях. Эмитентам всегда будет важно получить согласие инвесторов на отсрочку, изменение размера установленных процентов или иную реструктуризацию обязательств по облигациям, а инвесторам – не потерять вложенные деньги, получив от эмитента приемлемый план выхода из кризиса. Поэтому своевременный анализ ситуации и обоснованные корректировки регулирования позволят обеспечить сохранение баланса интересов всех участников рассматриваемых правоотношений.

В данном докладе рассматриваются основные проблемные аспекты в российском регулировании, связанные с изменением прав, исполнением и прекращением обязательств по корпоративным облигациям, участием в этих процессах представителя владельцев облигаций, ответственностью менеджмента эмитента, приводятся примеры из практики регулирования на иностранных финансовых рынках, предлагаются к обсуждению возможные способы решения обозначаемых проблем.

# 1. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ЭМИТЕНТА: РЕГУЛИРОВАНИЕ И ПРОБЛЕМЫ ПРАВОПРИМЕНЕНИЯ

Эмитент облигаций, испытывающий финансовые трудности, которые потенциально могут стать причиной дефолта по облигациям, в модели действующего регулирования может с согласия владельцев облигаций реструктурировать свои обязательства путем внесения изменений в решение о выпуске облигаций (изменить даты и размеры платежей или амортизаций, дату погашения и так далее) либо путем полного или частичного отказа от выплат по облигациям, заменив их на другие обязательства, исполнение которых будет регулироваться гражданским законодательством и соответствующим соглашением о новации или отступном (далее (совместно или по отдельности) – реструктуризация).

Реструктуризация, с точки зрения добросовестного эмитента, рассматривается как один из способов предотвращения дефолта или восстановления платежеспособности после допущенного дефолта. Подразумевается, что эмитент, предлагая реструктуризацию, планирует продолжать свою деятельность и исполнять обязательства перед кредиторами.

Однако, как показывает практика, механизмы реструктуризации облигационных займов, предусмотренные законодательством Российской Федерации, не всегда позволяют сохранить баланс интересов эмитента и его кредиторов – владельцев облигаций и обеспечить защиту от злоупотреблений со стороны эмитента и (или) представителя, что в целом снижает доверие инвесторов к такому финансовому инструменту, как облигации.

Физические и юридические лица, принимая решение об инвестировании в облигации, рассчитывают, как правило, на получение определенного дохода в течение заранее известного периода времени. Однако отдельные эмитенты, применяя механизм реструктуризации и достаточно вольно используя формальные возможности, предоставляемые действующими правилами, нивелируют вероятность исполнения обязательств по облигациям, уменьшая размеры и перенося сроки выплат на будущие временные периоды. Инвесторы при этом сталкиваются с необходимостью решать новый класс проблем, имея ограниченный набор правовых механизмов.

Так, имеют место случаи, когда реструктуризация осуществляется эмитентом в целях:

- 1) необоснованной отсрочки исполнения первоначальных обязательств на максимально длительный срок, очевидно без намерения исполнить обязательства в действительности и с последующим принятием решения о ликвидации или банкротстве;
- 2) прекращения обязательств по облигациям путем предоставления эмитентом отступного или иного, отличного от облигаций, обязательства, влекущего для инвестора потерю части вложенных средств.

В указанных случаях миноритарные владельцы облигаций находятся в положении «слабой стороны», поскольку решения о реструктуризации обязательств по облигациям принимаются общим собранием владельцев облигаций не единогласно, а большинством в три четверти голосов, которые принадлежат лицам, имеющим право голоса на собрании.

Такой подход используется в законодательстве ряда европейских стран, имеющих развитое корпоративное регулирование. В Германии, например, необходимое количество голосов для принятия решения о реструктуризации также составляет три четверти, в Швейцарии – две трети.

Отсутствие единогласия для принятия собранием решения о согласии на предлагаемые эмитентом условия реструктуризации представляется оправданным для обеспечения договороспособности на стороне кредиторов – владельцев облигаций. Вместе с тем принятие собранием указанного решения квалифицированным большинством голосов позволяет эмитентам

заранее договариваться с мажоритарными владельцами облигаций и фактически навязывать миноритарным владельцам невыгодные для них условия реструктуризации.

Облигации, учитывая возможность проведения реструктуризации с применением большого разнообразия параметров, становятся менее привлекательными для инвесторов по сравнению с банковскими вкладами и депозитами или банковскими кредитами (для кредитных организаций) в связи с потенциальным риском существенного изменения условий исполнения обязательств.

Отсутствие уверенности в сохранении первоначальных условий, на которых приобретались облигации, вынуждает инвесторов учитывать этот риск, увеличивая для эмитента стоимость привлечения долгового финансирования посредством эмиссии облигаций в связи с необходимостью предоставления инвесторам дополнительной премии за указанный риск.

Анализ различных ситуаций, возникающих при реструктуризации обязательств по облигациям, позволяет сформулировать несколько возможных направлений корректировки режима поведения эмитентов облигаций и иных лиц, допускающих недобросовестные практики.

## 1.1. Условия реструктуризации для различных категорий кредиторов

Компании привлекают заемное (долговое) финансирование из разных источников, стремясь диверсифицировать свои риски. Помимо размещения облигаций, такими источниками традиционно являются банковские кредиты, займы, предоставляемые материнской компанией или иными лицами. В связи с этим при возникновении финансовых затруднений эмитент, как правило, вынужден вести переговоры и договариваться о взаимоприемлемых условиях реструктуризации не только с владельцами облигаций, но и с иными кредиторами.

Наличие у эмитента нескольких классов кредиторов по разным обязательствам осложняет для него процесс реструктуризации, поскольку такие кредиторы имеют (могут иметь) разные интересы и разное видение относительно выплаты причитающихся им денежных средств.

Если у эмитента имеется несколько выпусков облигаций и, соответственно, несколько групп кредиторов – владельцев облигаций разных выпусков, вопросы реструктуризации решаются по каждому выпуску облигаций отдельно. Каждой группе кредиторов предлагаются свои условия реструктуризации, которые могут быть и одинаковыми, но решение по ним принимается каждым собранием владельцев облигаций независимо друг от друга.

В швейцарском обязательственном праве, напротив, используется модель взаимосвязанности решений о реструктуризации между разными группами кредиторов – владельцев облигаций. При такой модели одинаковые условия реструктуризации, предложенные эмитентом в нескольких выпусках облигаций, могут быть утверждены только в случае, если их согласуют владельцы облигаций каждого выпуска.

Очевидно, что переговоры с разными кредиторами ведутся отдельно и параметры реструктуризации в итоге могут существенно отличаться по каждому обязательству. Процесс переговоров с разными кредиторами не является прозрачным, поэтому у владельца облигаций, как правило, нет возможности отследить параметры реструктуризации по обязательствам эмитента, не связанным с облигациями.

При этом законодательство Российской Федерации в настоящее время не устанавливает обязанность эмитента обеспечивать по отношению ко всем кредиторам равные и справедливые условия реструктуризации его обязательств. Более того, инициатива эмитента по условиям реструктуризации носит, как правило, субъективный характер и может быть не подкреплена объективными данными, которые владелец облигаций не в состоянии получить самостоятельно.

В отсутствие требования о равном и справедливом отношении к разным классам кредиторов некоторые эмитенты проводят реструктуризации по облигационным займам таким образом, что доходность от вложений для владельцев облигаций оказывается значительно ниже, чем у иных кредиторов того же эмитента. При этом более выгодных условий реструктуризации добиваются, как правило, кредиторы, являющиеся банками (кредитными организациями).

Данные различия в условиях реструктуризации объясняются тем, что «рыночная» сила кредиторов и уровень их влияния на эмитента не являются одинаковыми. Преимущество получают кредиторы, которые могут предоставить эмитенту долгосрочное финансирование, поддерживают с ним длительные отношения и тесные деловые связи. Немаловажное значение имеют также размер (сумма) неисполненного (подлежащего исполнению) обязательства эмитента перед кредитором, срок его исполнения, размер процентной ставки за обслуживание обязательства, наличие обеспечения. Кроме того, следует учитывать, что у одного и того же кредитора могут быть денежные или иные требования к эмитенту, вытекающие не из одного, а из разных обязательств. Например, банк, являющийся владельцем облигаций эмитента и предоставивший эмитенту кредитные средства, может согласиться на менее выгодные условия реструктуризации по облигациям, компенсируя потери за счет более выгодных условий реструктуризации по кредитному обязательству. Распространенной является точка зрения, согласно которой банки по умолчанию имеют большее влияние на эмитента, чем иные кредиторы. Невыполнение выдвинутых банком-кредитором условий, связанных с возвратом долга, может существенно ухудшить кредитную историю эмитента, снизить его репутацию на долгом рынке и в итоге «перекрыть» эмитенту возможность дальнейшего кредитования не только в этом конкретном банке, но и в других кредитных организациях.

Таким образом, переговорная позиция кредиторов – владельцев облигаций, состав которых может постоянно меняться, обычно существенно слабее по сравнению с банками или иными кредиторами, отношения с которыми эмитент, как правило, выстраивает в том числе с перспективой на будущее. Следствием указанной ситуации может являться недополучение владельцами облигаций существенной части причитающихся им выплат, на которые они вправе были бы рассчитывать, если бы условия реструктуризации по облигациям были бы сопоставимы с условиями реструктуризации иных обязательств эмитента.

Отдельно стоит отметить необходимость соблюдения принципа справедливости в отношении потенциальных финансовых потерь кредиторов эмитента и бенефициаров эмитента (менеджмента, владельцев). Соблюдая указанный принцип, эмитент не должен допускать ухудшения финансового положения кредиторов при сохранении текущего уровня выплат владельцам компании и членам ее органов управления.

При проведении «хорошей» реструктуризации предполагается, что владельцами и менеджментом эмитента будут приняты все возможные меры, направленные на восстановление платежеспособности эмитента в разумные сроки, без существенного ухудшения финансового положения кредиторов. При этом важно понимать, что такие меры не должны ограничиваться разработкой финансовых моделей и планов выхода из кризиса, а должны по возможности включать реальную финансовую помощь: дополнительные вклады в капитал со стороны владельцев, отказ от бонусных выплат менеджменту и так далее.

В случае наличия у эмитента разных классов кредиторов принцип справедливости должен применяться как между разными классами (например, владельцы облигаций и банки, выдавшие кредит), так и внутри одного класса (например, разные выпуски облигаций). Известен пример несоблюдения указанного принципа одним из российских банков, по условиям реструктуризации которого долг перед владельцами одних выпусков облигаций конвертировался в капитал банка, а других – нет. Такой подход, очевидно, не может рассматриваться как справедливый, поскольку он ставит кредиторов одного класса в неравные условия.

С учетом изложенного полагаем целесообразным обеспечить соблюдение эмитентами принципа справедливости, при котором условия реструктуризации для всех кредиторов будут

соизмеримыми в экономическом смысле. В указанных целях предлагается закрепить на законодательном уровне следующие правила, которые должны соблюдаться при проведении реструктуризации облигационного долга:

1) условия реструктуризации по облигациям должны быть не хуже условий, предложенных эмитентом облигаций иным кредиторам по долговым обязательствам, в том числе по обязательствам из кредитных договоров и договоров займа;

2) любой владелец облигаций (лицо, являвшееся владельцем погашенных облигаций, обязательства по которым были прекращены путем предоставления отступного или новации), в том числе голосовавший за или против либо не принимавший участия в голосовании по вопросу о реструктуризации обязательств по облигациям, вправе обратиться в суд с иском о возмещении упущенной выгоды, ссылаясь на более выгодные условия реструктуризации по другим выпускам облигаций или другим долговым обязательствам того же эмитента;

3) для оценки сопоставимости условий реструктуризации по разным обязательствам эмитента должен применяться единый показатель, позволяющий инвестору отличить более выгодную реструктуризацию от менее выгодной.

Для подобных целей обычно применяется показатель «чистая приведенная стоимость» (Net present value, NPV<sup>1</sup>). Предполагается, что снижение NPV в результате реструктуризации на 20% или более будет рассматриваться как существенное изменение. Такая условная оценка реструктуризации может быть использована для целей введения ограничений на осуществление повторной реструктуризации.

В настоящее время законодательство Российской Федерации не запрещает проводить реструктуризацию обязательств, возникших у эмитента перед кредиторами в результате реструктуризации обязательств по облигациям (повторная реструктуризация). В российской практике известен пример, когда одна из авиакомпаний обменяла на первом этапе облигации одной дочерней компании на облигации другой, а затем реструктурировала обязательства по новым облигациям.

Представляется, что такой подход может быть использован эмитентом в случае, если по итогам первой реструктуризации выйти из кризисного финансового положения не удалось. Однако если эмитент таким образом пытается, например, отложить дату выплаты по новому обязательству на необоснованно длительный срок, такие действия не могут считаться добросовестными.

В связи с этим предлагается рассмотреть вопрос о введении ограничений на проведение повторной реструктуризации. Данные ограничения могут, в частности, предусматривать запрет на проведение повторной реструктуризации, если первичная реструктуризация была связана с существенными изменениями (например, повлекла за собой снижение NPV на 20% или более).

В качестве таких ограничений может быть рассмотрено введение предельных параметров, в рамках которых могут быть изменены обязательства по облигациям, или предельных параметров новых обязательств, которые будут исполняться эмитентом вместо обязательств по облигациям. Установление этих параметров будет направлено на снижение риска недобросовестного поведения эмитента в части предложения нерыночных условий реструктуризации для владельцев облигаций. К таким параметрам можно отнести предельный срок, на который возможно отложить очередную выплату купона (например, 6 месяцев или 1 год), а также предельный срок исполнения нового обязательства, заключаемого в порядке новации (например, 3 года).

<sup>1</sup> NPV – это сумма дисконтированных значений потока платежей, приведенных к сегодняшнему дню. Он показывает разницу между всеми денежными притоками и оттоками, приведенными к текущему моменту времени, то есть показывает общую прибыль инвестора.



**Вопросы для обсуждения:**

1.1.1. Считаете ли вы, что практика установления с согласия кредиторов разных условий реструктуризации по разным обязательствам является актуальной проблемой, требующей законодательного урегулирования?

1.1.2. Целесообразно ли, по вашему мнению, на законодательном уровне установить требование о том, что условия реструктуризации по облигациям определенного выпуска не должны быть хуже условий реструктуризации по облигациям других выпусков, банковским кредитам или иным заемным обязательствам того же эмитента?

1.1.3. Считаете ли вы необходимым закрепление права владельца облигаций (лица, являвшегося владельцем погашенных облигаций) обращаться с иском к эмитенту о взыскании упущенной выгоды, ссылаясь на более выгодные условия реструктуризации по другим долговым обязательствам того же эмитента?

1.1.4. Согласны ли вы с тем, что для оценки сопоставимости условий реструктуризации по разным обязательствам эмитента должен использоваться показатель NPV?

1.1.5. Требуется ли, с вашей точки зрения, введение механизма, при котором одинаковые условия реструктуризации, предложенные в нескольких выпусках облигаций, могут быть утверждены только в случае, если их согласуют владельцы облигаций каждого выпуска?

1.1.6. На ваш взгляд, проблема несоразмерности условий реструктуризации по разным обязательствам эмитента может быть решена иным образом? Каким?

1.1.7. Считаете ли вы, что возможность определения эмитентом нерыночных условий реструктуризации (необоснованно длительная отсрочка выплат, существенное снижение объема выплат) является проблемой, требующей внесения изменений в регулирование?

1.1.8. Следует ли, по вашему мнению, ограничить возможность проведения повторной реструктуризации, если первичная реструктуризация повлекла за собой существенные изменения?

1.1.9. Считаете ли вы целесообразным определение предельных параметров для повторной реструктуризации?

## 1.2. Оценка предлагаемых условий реструктуризации

В отношении облигационных займов не предусмотрена обязательная процедура независимой проверки (аудита) финансовой модели реструктуризации с привлечением независимой от эмитента экспертной организации. При этом предлагаемые эмитентом в рамках реструктуризации сроки и размеры (суммы) выплат могут иметь сложную структуру, требующую глубокого анализа и оценки возможных финансовых потерь инвестора.

Для защиты своих прав в процессе рассмотрения предложений эмитента о реструктуризации и выработки обоснованной позиции по указанным предложениям владельцы облигаций, в том числе не являющиеся квалифицированными инвесторами, вынуждены проводить расчеты самостоятельно либо привлекать за свой счет профессиональных консультантов, имеющих релевантный опыт. С учетом того, что эмитент находится в положении, позволяющем навязывать решение, отвечающее интересам одних (одного из классов) кредиторов, в ущерб интересам других кредиторов, представляется, что издержки на проведение анализа и выработки объективного заключения по условиям реструктуризации должен нести именно эмитент.

В целях предотвращения случаев недобросовестного поведения эмитентов, а также для увеличения прозрачности предлагаемых эмитентом параметров реструктуризации может быть установлено требование о необходимости проведения обязательной независимой оценки

(проверки) условий реструктуризации обязательств по облигациям, в том числе с учетом условий реструктуризации по иным заемным (долговым) обязательствам эмитента. Такая оценка (проверка) может быть проведена независимым лицом, обладающим соответствующей профессиональной компетенцией (например, брокером с опытом оказания услуг по размещению и (или) организации размещения облигаций, аудитором, представителем, кредитным рейтинговым агентством).

Представляется, что эмитент должен будет предоставить указанному лицу все документы, необходимые для проведения анализа выплат по облигациям до и после реструктуризации и подготовки заключения касательно экономической целесообразности предлагаемых условий реструктуризации. Указанное лицо будет выдавать заключение до проведения собрания, на котором будет рассматриваться вопрос о реструктуризации, а также будет нести ответственность за сведения, указанные в заключении. Заключение указанного лица должно будет включаться в состав информации (материалов) к собранию, на котором будет рассматриваться вопрос о реструктуризации.

#### **Вопросы для обсуждения:**

*1.2.1. Целесообразно ли установление требования о проведении оценки условий реструктуризации обязательств по облигациям квалифицированным независимым лицом?*

*1.2.2. Считаете ли вы, что квалифицированным независимым лицом может быть:*

*а) брокер, имеющий опыт оказания услуг по размещению и (или) организации размещения облигаций;*

*б) аудитор (индивидуальный аудитор, аудиторская организация);*

*в) представитель владельцев облигаций (ПВО);*

*г) кредитное рейтинговое агентство;*

*д) иное лицо?*

*1.2.3. Считаете ли вы, что вопрос об оценке условий реструктуризации должен решаться другим путем? Если да, то каким?*

### **1.3. Альтернативные способы изменения условий по облигациям**

В мировой практике, помимо реструктуризации обязательств по облигациям, решение о которой принимается собранием владельцев облигаций, используется и иная модель, позволяющая договориться с несколькими классами кредиторов одновременно. В законодательстве Великобритании, Австралии, Южной Африки и ряда других стран используется механизм так называемого компромиссного соглашения (scheme of arrangement).

Основой для такого соглашения является достижение компромисса между должником и его кредиторами. В рамках компромиссного соглашения кредиторы, как правило, соглашаются уменьшить свои требования к должнику, а должник соглашается удовлетворить такие требования кредиторов способом, в порядке и в сроки, определяемые в соглашении. В большинстве случаев заключение компромиссного соглашения является выгодным обеим сторонам. Так, кредиторы на основании такого соглашения получают, как правило, больше, чем они могли бы получить в рамках процедуры банкротства должника, а должник избегает банкротства и получает возможность продолжить свою деятельность.

Характерными чертами компромиссного соглашения являются принятие решения о его заключении на стороне кредиторов большинством голосов на собрании кредиторов и пропорциональное погашение части долга перед всеми кредиторами, участвующими в соглашении. При этом условия компромиссного соглашения для кредиторов, которые голосуют против его

заклучения или не принимают участия в голосовании, не могут быть хуже условий для кредиторов, которые голосуют за заключение компромиссного соглашения.

Наиболее близким аналогом компромиссного соглашения в российском праве является мировое соглашение, предусмотренное законодательством Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве). Вместе с тем в отличие от компромиссного соглашения в иностранном праве мировое соглашение может быть заключено только в рамках рассмотрения арбитражным судом дела о банкротстве должника. Исходя из принципа свободы договора, заключение соглашения между должником и его кредиторами, аналогичного компромиссному или мировому соглашению, возможно и до возбуждения арбитражным судом дела о банкротстве должника. Однако каждый кредитор в этом случае принимает решение о заключении такого соглашения индивидуально и механизм коллективного принятия решения на собрании кредиторов отсутствует.

С учетом изложенного в качестве альтернативного способа урегулирования задолженности эмитента не только перед владельцами облигаций, но и перед иными его кредиторами может быть предложен механизм заключения эмитентом с кредиторами единого (общего) соглашения, определяющего сроки, размеры и порядок осуществления причитающихся кредиторам выплат.

Представляется, что решение о заключении такого соглашения кредиторы должны принимать совместно на собрании кредиторов, а позицию кредиторов – владельцев облигаций на собрании кредиторов должен представлять ПВО на основании соответствующего решения, принятого на общем собрании владельцев облигаций. При этом для обеспечения равного и справедливого отношения ко всем кредиторам также предполагается, что условия такого соглашения должны подлежать предварительному судебному контролю, а само такое соглашение должно вступать в силу только после его утверждения арбитражным судом.

В адаптации к российскому законодательству модель компромиссного соглашения может работать иным образом, без необходимости проведения общего собрания кредиторов. ПВО, кредитор по необлигационным долговым обязательствам или эмитент в случае дефолта (или до дефолта) смогут обратиться в суд с проектом компромиссного соглашения, в котором будут предложены способы реструктуризации всех обязательств эмитента.

После принятия судом компромиссного соглашения к рассмотрению его проект будет направляться эмитентом каждому кредитору (группе кредиторов) для согласования или предложения своих условий. Для согласования проекта такого соглашения владельцами облигаций должно быть проведено ОСВО.

Все согласования или альтернативные предложения должны быть представлены в суд для вынесения итогового решения по условиям соглашения. Суд с учетом волеизъявления всех кредиторов выносит обязательное для эмитента, владельцев облигаций и иных кредиторов решение в отношении условий реструктуризации.

Преследуя цель недопущения принятия невыгодных условий реструктуризации одними кредиторами по сравнению с другими, компромиссное соглашение в том или ином виде позволит реструктурировать все обязательства единовременно. Даже в случае если порядок и сроки выплат (исполнения иных обязательств) по разным обязательствам будут отличаться, они тем не менее будут зафиксированы в одном документе на основании предложений каждой группы кредиторов.

### **Вопрос для обсуждения:**

*1.3.1. Считаете ли вы целесообразным введение процедуры компромиссного соглашения, утверждаемого судом?*

## 1.4. Принятие решения о реструктуризации связанными лицами

Как отмечалось ранее, принципиальное различие между кредиторами – владельцами облигаций и остальными кредиторами заключается в «уязвимости» миноритарных владельцев облигаций, поскольку решения по вопросам, связанным с реструктуризацией обязательств по облигациям, принимаются общим собранием владельцев облигаций не единогласно, а большинством в три четверти голосов, которые принадлежат лицам, имеющим право голоса на собрании.

Таким образом, эмитенту при обсуждении параметров реструктуризации необходимо прийти к соглашению только с крупными держателями облигаций, владеющими в совокупности не менее 75% общего количества находящихся в обращении облигаций, при условии, что эти владельцы имеют право голоса на собрании. На миноритарных владельцев в силу закона распространяются все условия реструктуризации, о которых договариваются эмитент и крупные держатели облигаций.

Анализ проведенных в последние годы реструктуризаций выявил ряд случаев, когда эмитентами на собраниях «продавливались» нужные решения. Необходимый порог в 75% голосов набирался в том числе за счет голосов лиц, которые не были связаны с эмитентом по критериям, определенным Законом<sup>2</sup>, но были близки к эмитенту по бизнес-интересам, общим целям на рынке и иным неформальным основаниям.

Стоит также учитывать, что нередко инвесторы, купившие облигации по низкой цене, образовавшейся на организованных торгах в связи с ухудшением финансового состояния эмитента, в результате реструктуризации могут получить существенный доход в отличие от тех инвесторов, которые приобретали ценные бумаги по номинальной стоимости или близкой к ней. Данный способ получения дохода не является противоправным, однако голоса таких инвесторов могут повлиять на результаты голосования на собрании по вопросу о реструктуризации.

Увеличение числа голосов, необходимого для принятия решения о реструктуризации в случае, если параметры новых обязательств существенно отличаются от обязательств по облигациям по сроку и (или) объему выплат, может помочь снизить целесообразность и, следовательно, вероятность недобросовестного поведения, усложнив процесс неформальных договоренностей с владельцами облигаций о параметрах реструктуризации.

В связи с изложенным представляется целесообразным рассмотреть вопрос о повышении порога принятия решения на собрании по вопросам реструктуризации облигационного долга с 75 до 90% голосов, по крайней мере в тех случаях, когда реструктуризация приводит:

- к существенному снижению показателя NPV (более чем на 20%);
- к изменению порядка купонных выплат путем замены регулярно выплачиваемого купонного дохода на единовременную выплату купонного дохода одновременно с выплатой номинальной стоимости с отсрочкой даты такой выплаты на срок более 1 года;
- к отсрочке выплаты купонного дохода, выплаты номинальной стоимости (части номинальной стоимости) облигаций (частичного или полного погашения облигаций) либо иной выплаты по облигациям на срок более чем 2 года с даты, когда такая выплата должна была быть осуществлена.

<sup>2</sup> Пункт 3 статьи 29<sup>8</sup> Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

**Вопросы для обсуждения:**

1.4.1. Каким, по вашему мнению, числом голосов должны приниматься на собрании решения по вопросам о реструктуризации, влекущей за собой существенное изменение обязательств по облигациям:

- а) 75% голосов;
- б) 90% голосов;
- в) 95% голосов;
- г) иным числом голосов?

1.4.2. Поддерживаете ли вы установление разного числа голосов, которым должны приниматься на собрании решения по вопросам о реструктуризации обязательств по облигациям, в зависимости от того, приводит ли реструктуризация:

- а) к существенному снижению NPV;
- б) к замене регулярных купонных выплат на единовременную выплату при погашении облигаций одновременно с выплатой их номинальной стоимости с отсрочкой такой выплаты на срок более 1 года;
- в) к отсрочке купонных выплат, выплаты номинальной стоимости (части номинальной стоимости) облигаций, иных выплат по облигациям на срок более 2 лет;
- г) к иным последствиям?

Закон содержит исчерпывающий перечень лиц, не имеющих права голосовать по вопросам, относящимся к компетенции собрания. Указанный перечень включает лиц, связанных с эмитентом или лицом, предоставившим обеспечение по облигациям; владельца облигаций и подконтрольных ему организаций в случае голосования по вопросу о его избрании в качестве ПВО. Подразумевается, что у таких лиц имеется конфликт интересов, не позволяющий им при голосовании на собрании действовать в интересах владельцев облигаций, а не в интересах эмитента и (или) лица, предоставившего обеспечение по облигациям.

Для лиц, не имеющих права голоса на собрании, но принявших участие в голосовании, Законом предусмотрена ответственность за убытки, причиненные по их вине эмитенту облигаций и (или) иным владельцам облигаций в результате подтверждения ими недостоверной информации (участие таких лиц в голосовании означает автоматическое подтверждение наличия у них права голоса на собрании). Представляется, что указанная норма Закона призвана обеспечить защиту интересов миноритарных владельцев в суде, однако важно в такой ситуации обосновать связь между действиями лица, не имеющего права голосовать, но принявшего участие в голосовании, и убытками, которые понес владелец облигаций, обратившийся с соответствующим иском в суд. Суд при этом должен оценивать наличие или отсутствие конфликта интересов у конкретного лица не по формальным признакам, а исходя из всех обстоятельств дела, в том числе вынося мотивированное суждение по представленным фактам.

Конфликт интересов при голосовании на ОСВО может возникать у владельцев облигаций не только по тем основаниям (критериям), которые установлены в настоящее время в Законе. Например, наличие конфликта интересов можно предположить у владельцев облигаций – физических лиц, которые занимают должности в органах управления эмитента, контролирующей эмитента или подконтрольной эмитенту организации (или связаны родственными отношениями с физическими лицами, занимающими указанные должности), либо у владельцев облигаций – юридических лиц, подконтрольных таким физическим лицам, и так далее.

С учетом изложенного предлагается, с одной стороны, расширить перечень оснований (формальных критериев), при наличии которых владелец облигаций лишается права голоса на собрании. Такие формальные критерии должны «закрывать» наиболее очевидные (типичные) ситуации, в которых предполагается наличие у владельца облигаций конфликта интересов, с тем чтобы максимально снизить риски, связанные с манипулированием голосами на со-

брании и искажением волеизъявления владельцев облигаций в интересах эмитента. С другой стороны, охватить такими формальными критериями все ситуации, в которых возникает конфликт интересов, не представляется возможным. В связи с этим предлагается предоставить владельцам облигаций право в добровольном (заявительном) порядке объявлять о наличии (возникновении) у них конфликта интересов по иному основанию, не предусмотренному Законом. Для реализации указанного права владельцы облигаций должны будут направить лицу, отвечающему за подсчет голосов и подведение итогов голосования (регистратору, осуществляющему ведение реестра владельцев облигаций, или депозитарию, осуществляющему централизованный учет прав на облигации) уведомление о наличии конфликта интересов с указанием соответствующего основания (причины) его возникновения.

**Вопросы для обсуждения:**

*1.4.3. Считаете ли вы целесообразным расширение перечня оснований (формальных критериев), при наличии которых владельцы облигаций не имеют права голоса на ОСВО? Какие основания (критерии), по вашему мнению, необходимо включить в такой перечень?*

*1.4.4. Поддерживаете ли вы предложение о предоставлении владельцам облигаций права в добровольном (заявительном) порядке объявлять о наличии (возникновении) у них конфликта интересов по иному основанию, не предусмотренному Законом?*

## 2. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЧЛЕНОВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ (НАБЛЮДАТЕЛЬНОГО СОВЕТА) И ИСПОЛНИТЕЛЬНЫХ ОРГАНОВ ЭМИТЕНТА ПЕРЕД ВЛАДЕЛЬЦАМИ ОБЛИГАЦИЙ

Одной из важнейших задач правового регулирования является обеспечение баланса прав, обязанностей и ответственности. В силу конституционного принципа справедливости, проявляющегося, в частности, в необходимости обеспечения баланса прав и обязанностей всех участников рыночного взаимодействия, свобода, признаваемая за лицами, осуществляющими предпринимательскую и иную не запрещенную законом экономическую деятельность, и гарантируемая им защита должны быть уравновешены обращенным к этим лицам требованием ответственного отношения к правам и свободам тех, кого затрагивает их хозяйственная деятельность<sup>1</sup>. Поэтому для достижения оптимального баланса и обеспечения принципа справедливости представляется необходимым проработать вопросы, связанные с фидуциарной ответственностью исполнительных органов и членов совета директоров (наблюдательного совета), а также мажоритарных владельцев организации-эмитента перед владельцами облигаций и иными кредиторами.

Нормы об ответственности руководителя (директора) компании перед кредиторами давно присутствуют в зарубежном праве. В Великобритании предусмотрена персональная ответственность директора по обязательствам юридического лица, если деятельность организации была направлена на обман кредиторов. Специальная личная ответственность директора как контролирующего лица предусмотрена также за деятельность компании в предбанкротном состоянии. Нормы об ответственности руководителя компании в качестве ее контролирующего лица действуют во многих правовых системах англо-американской системы права: в США, Новой Зеландии, Австралии.

Строгие правила, регулирующие ответственность директоров акционерных компаний как до, так и после объявления о банкротстве, действуют в Голландии. Голландские корпоративные законы предоставляют директорам большую свободу в выполнении своих должностных обязанностей с учетом разумной степени риска, присущего принятию решений по управлению бизнесом. Тем не менее директора должны выполнять свои обязанности по управлению компанией с должным вниманием и заботой. Несоблюдение этого требования приводит к личной ответственности за любые последующие убытки в бизнесе. Согласно судебной практике в Нидерландах, руководитель компании может нести личную ответственность в случае грубого нарушения им своих обязанностей. Действия руководителя квалифицируются судом как грубое нарушение, если полностью опытный и разумно действующий директор никогда бы не предпринял таких действий. В случае если у компании есть несколько директоров, все директора в равной степени разделяют ответственность за любой ущерб.

Законодательством Российской Федерации<sup>2</sup> предусмотрена гражданско-правовая имущественная ответственность членов органов управления юридического лица за неисполнение (нарушение) так называемых фидуциарных обязанностей<sup>3</sup>. Данную ответственность члены органов управления несут перед самим юридическим лицом и в отдельных случаях – перед участниками (членами, акционерами) юридического лица и иными лицами. Ответственность

<sup>1</sup> Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 18.07.2008 №10-П «По делу о проверке конституционности положений абзаца четырнадцатого статьи 3 и пункта 3 статьи 10 Федерального закона «О защите прав юридических лиц и индивидуальных предпринимателей при проведении государственного контроля (надзора)» в связи с жалобой гражданина В.В. Михайлова».

<sup>2</sup> Статья 53<sup>1</sup> Гражданского кодекса Российской Федерации.

<sup>3</sup> Обязанности действовать в интересах юридического лица, осуществлять свои права и исполнять обязанности в отношении юридического лица добросовестно и разумно.

членов органов управления организации перед кредиторами в российском праве в основном связана с законодательством о несостоятельности (банкротстве). Так, при недостаточности имущества должника для удовлетворения в полном объеме требований кредиторов к должнику субсидиарную ответственность перед кредиторами несут контролирующие должника лица. Как отмечает Верховный Суд Российской Федерации, привлечение контролирующих должника лиц к субсидиарной ответственности является исключительным механизмом восстановления нарушенных прав кредиторов<sup>4</sup>.

Круг субъектов, которые могут быть признаны контролируемыми лицами и привлечены к имущественной ответственности по обязательствам должника, является достаточно широким. Контролируемыми лицами могут быть как лица, имеющие юридически формализованные основания контроля, так и фактически контролирующие должника лица<sup>5</sup>. По умолчанию, пока не доказано иное, предполагается, что контролируемыми должника лицами являются в том числе его руководитель (единоличный исполнительный орган) и члены его коллегиального исполнительного органа<sup>6</sup>. Могут быть признаны контролируемыми лицами и члены совета директоров (наблюдательного совета) должника. Однако само по себе участие в совете директоров (наблюдательном совете) должника не свидетельствует о наличии статуса контролирующего его лица<sup>7</sup>. В связи с этим суд устанавливает степень вовлеченности лица, привлекаемого к субсидиарной ответственности, в процесс управления должником, проверяя, насколько значительным было его влияние на принятие существенных деловых решений от носительно деятельности должника<sup>8</sup>.

Неправомерные действия (бездействие) контролирующего лица могут выражаться, в частности, в принятии ключевых деловых решений с нарушением принципов добросовестности и разумности, в том числе согласование, заключение или одобрение сделок на заведомо невыгодных условиях или с заведомо неспособным исполнить обязательство лицом (например, «фирмой-однодневкой»), дача указаний по поводу совершения явно убыточных операций, назначение на руководящие должности лиц, результат деятельности которых будет очевидно не соответствовать интересам возглавляемой организации, создание и поддержание такой системы управления должником, которая нацелена на систематическое извлечение выгоды третьим лицом во вред должнику и его кредиторам, и другое<sup>9</sup>.

Введение фидуциарной ответственности членов органов управления организации перед кредиторами и владельцами облигаций видится необходимым в двух направлениях. В рамках первого направления предлагается установить самостоятельную, солидарную с организацией ответственность исполнительных органов и членов совета директоров (наблюдательного совета) юридического лица за убытки, причиненные кредиторам несправедливыми условиями реструктуризации. Установление такой ответственности представляется особенно важным для кредиторов – владельцев облигаций, поскольку последние принимают решение о согласии с предлагаемыми эмитентом условиями реструктуризации на собрании коллегиально, установленным законом большинством голосов и, как уже отмечалось ранее, миноритарные владельцы облигаций, даже голосуя против, фактически принуждаются к принятию невыгод-

<sup>4</sup> Пункт 1 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 21.12.2017 № 53 «О некоторых вопросах, связанных с привлечением контролирующих должника лиц к ответственности при банкротстве».

<sup>5</sup> Пункт 3 статьи 53<sup>1</sup> Гражданского кодекса Российской Федерации.

<sup>6</sup> Подпункт 1 пункта 4 статьи 61<sup>10</sup> Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

<sup>7</sup> Пункт 5 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 21.12.2017 № 53 «О некоторых вопросах, связанных с привлечением контролирующих должника лиц к ответственности при банкротстве».

<sup>8</sup> Абзац второй пункта 3 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 21.12.2017 № 53 «О некоторых вопросах, связанных с привлечением контролирующих должника лиц к ответственности при банкротстве».

<sup>9</sup> Пункт 16 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 21.12.2017 № 53 «О некоторых вопросах, связанных с привлечением контролирующих должника лиц к ответственности при банкротстве».



ных для них параметров реструктуризации. В настоящее время если действия членов органов управления компании не являются добросовестными и разумными и ущемляют имущественные интересы кредиторов, но позволяют тем не менее избежать банкротства организации, у кредиторов отсутствуют юридические механизмы привлечения их к ответственности. Применительно к кредиторам – владельцам облигаций это означает, что, соглашаясь с несправедливыми условиями реструктуризации обязательств по облигациям, они не могут требовать от членов органов управления эмитента компенсации упущенной выгоды, которую они должны были бы получить, если бы параметры реструктуризации по облигациям были сопоставимы с условиями реструктуризации иных заемных обязательств эмитента.

В рамках второго направления предлагается определить те разумные и добросовестные действия, которые ожидаются от членов органов управления эмитента в кризисной ситуации для восстановления его платежеспособности и предотвращения процедуры банкротства. К таким действиям может, например, относиться разработка и выполнение экономически обоснованного плана, который, с точки зрения обычного руководителя, находящегося в похожих обстоятельствах, является разумным для преодоления в разумный срок временных финансовых затруднений<sup>10</sup>. Частью указанного плана может быть предложение об условиях реструктуризации, адресованное владельцам облигаций. При этом добросовестными и разумными действиями, ожидаемыми от совета директоров (наблюдательного совета) или коллегиального исполнительного органа эмитента при подготовке предложения о реструктуризации, может являться проверка такого предложения на предмет того, чтобы условия реструктуризации, предлагаемые владельцам облигаций, были равными, справедливыми и сопоставимыми с условиями реструктуризации, адресованными другим кредиторам эмитента. Подтверждение коллегиальным органом управления эмитента несправедливых условий реструктуризации обязательств по облигациям может в свою очередь являться самостоятельным основанием для привлечения его членов к гражданско-правовой ответственности перед владельцами облигаций.

### **Вопросы для обсуждения:**

*2.1. Согласны ли вы с тем, что члены органов управления эмитента должны нести перед кредиторами только субсидиарную ответственность при банкротстве?*

*2.2. Поддерживаете ли вы предложение об установлении солидарной с эмитентом ответственности членов его органов управления за убытки, причиненные владельцам облигаций несправедливыми условиями реструктуризации?*

*2.3. Считаете ли вы целесообразным определение добросовестных и разумных действий, которые ожидаются от членов органов управления эмитента в кризисной ситуации для восстановления его платежеспособности и предотвращения процедуры банкротства?*

*2.4. Поддерживаете ли вы предложение о проверке советом директоров (наблюдательным советом) или коллегиальным исполнительным органом эмитента предложения об условиях реструктуризации, адресованного владельцам облигаций?*

<sup>10</sup> Абзац второй пункта 9 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 21.12.2017 № 53 «О некоторых вопросах, связанных с привлечением контролирующего должника лиц к ответственности при банкротстве».

### 3. ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ: РЕГУЛИРОВАНИЕ И ПРОБЛЕМЫ ПРАВОПРИМЕНЕНИЯ

Институт ОСВО введен в целях создания дополнительных механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций, а также создания условий для выработки владельцами облигаций единой (общей) позиции (консолидации волеизъявления владельцев облигаций) по вопросам, связанным с исполнением эмитентами своих обязательств.

ОСВО представляет собой собрание кредиторов (владельцев облигаций) по одному выпуску облигаций и обеспечивает им возможность влиять на действия эмитента в рамках правоотношений, вытекающих из приобретения облигаций. Также ОСВО предоставляет эмитенту механизм организованного диалога в период кризиса эмитента, который позволяет избежать неблагоприятного развития событий, связанных с ухудшением его финансового положения, например банкротства, в связи с возможным агрессивным поведением отдельных кредиторов.

Предполагается, что инвесторы рассматривают вложение средств в облигации в качестве способа инвестирования на заранее определенный (установленный) срок и, соответственно, не заинтересованы во внезапном возврате вложенных средств в отличие от иных классов операционных кредиторов. Поэтому в случае возникновения у эмитента финансовых затруднений, ОСВО может дать согласие на пересмотр условий облигационного займа в части сроков и объема выплат по облигациям, поскольку при банкротстве эмитента владельцы облигаций, возможно, понесут большие потери, чем в результате реструктуризации.

Общие нормы, регулирующие ОСВО, регламентированы Законом, а более детальное (специальное) регулирование содержится в Указании Банка России от 21.10.2014 № 3420-У «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев облигаций».

Действующее нормативное регулирование охватывает широкий перечень аспектов, связанных в том числе с компетенцией ОСВО, порядком его проведения, подсчетом голосов и так далее. Вместе с тем участниками финансового рынка отмечается ряд неурегулированных вопросов в механизме организации ОСВО, в частности связанных с информированием владельцев облигаций при рассмотрении на ОСВО вопросов о реструктуризации.

Процесс информирования владельцев со стороны эмитента включает в себя обязательное раскрытие информации, а также направление материалов к собранию, перечень которых зависит от повестки дня собрания. При этом в действующем регулировании не предусмотрена обязанность эмитента или представителя информировать владельцев облигаций о причинах необходимости реструктуризации обязательств по облигациям на предлагаемых эмитентом условиях. В случае если дефолт (в том числе технический) уже допущен эмитентом, инвесторы, как правило, узнают об отсутствии у эмитента достаточного объема денежных средств для исполнения обязательств из соответствующего сообщения о существенном факте.

В большинстве случаев ни инвесторы, ни представитель не имеют механизма доступа к достоверной информации, объясняющей причины возникновения у эмитента финансовых затруднений. При анализе отчетности (бухгалтерской (финансовой) отчетности, консолидированной финансовой или индивидуальной финансовой отчетности) эмитента не всегда и далеко не всеми инвесторами может быть сделан прогноз о возможном дефолте эмитента в будущем. Если эмитент предлагает реструктуризацию в преддверии дефолта, инвесторы и представитель с еще большей вероятностью не имеют сведений о причинах реструктуризации, что приводит к невозможности выработки и принятия владельцами облигаций адекватных решений в ограниченное эмитентом время.

Владельцы облигаций вынуждены обращаться за разъяснениями к эмитенту и представителю, а также искать способы взаимодействия между собой для обсуждения сложившейся ситуации, поскольку собрания, как правило, проводятся в заочной форме и не предполагают обсуждения вопросов повестки дня.

Таким образом, решение по вопросу о реструктуризации в рамках действующего законодательства миноритарным владельцам облигаций, как правило, приходится принимать без каких-либо содержательных и достоверных пояснений об экономической целесообразности ее проведения от эмитента или представителя владельцев облигаций. Кроме того, в такой динамичной ситуации перспективы стабилизации финансового положения эмитента в дальнейшем не выглядят прозрачно, достоверно и убедительно. Отсутствие возможности оперативной координации процесса принятия решения с другими владельцами облигаций еще больше усугубляет ситуацию.

Для решения данного блока проблем предлагается рассмотреть вопрос о расширении перечня информации (материалов), предоставляемой инвесторам при подготовке к собранию. К такой информации (материалам) предлагается отнести:

- 1) отчет об использовании денежных средств, полученных эмитентом в результате размещения облигаций, – для оценки соблюдения эмитентом заявленных целей по использованию привлеченного финансирования;
- 2) план реструктуризации с подробным объяснением факторов, ставших причинами реструктуризации, а также пояснения касательно предлагаемых эмитентом размера выплат и сроков таких выплат;
- 3) заключение квалифицированного независимого лица в отношении экономической целесообразности проводимой реструктуризации.

### **Вопросы для обсуждения:**

*3.1. Согласны ли вы с тем, что информированность владельцев облигаций и их представителей, в том числе при подготовке к проведению ОСВО, является недостаточной?*

*3.2. Поддерживаете ли вы включение в состав информации (материалов) к собранию, на котором будет рассматриваться вопрос о реструктуризации следующих обязательств по облигациям:*

- а) отчета об использовании денежных средств, полученных эмитентом в результате размещения облигаций;*
- б) плана реструктуризации;*
- в) заключения квалифицированного независимого лица об экономической целесообразности реструктуризации?*

*3.3. Какая еще информация, по вашему мнению, должна быть предоставлена инвесторам при подготовке к проведению ОСВО, на котором будет рассматриваться вопрос о реструктуризации обязательств по облигациям?*

## 4. ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ: ПРАВА И ОБЯЗАННОСТИ

Институты общего собрания владельцев облигаций и их представителя должны рассматриваться во взаимосвязи, поскольку собрание обеспечивает формирование единой воли владельцев облигаций, а представитель транслирует ее эмитенту и осуществляет юридически значимые действия для ее реализации.

Представитель имеет ряд обязанностей, включая контроль за исполнением эмитентом своих обязательств по облигациям, принятие мер, направленных на защиту прав и законных интересов владельцев и другие. Перечень обязанностей установлен Законом и является открытым – обязанности представителя можно расширить в эмиссионной документации, а также по решению собрания.

Кроме того, представитель наделен набором активных прав, например правом давать согласие на внесение эмитентом изменений в решение о выпуске облигаций, запрашивать необходимые документы у аудитора, эмитента, лица, предоставившего обеспечение по облигациям, осуществлять полномочия залогодержателя, бенефициара или кредитора по поручительству в случае выпуска облигаций с обеспечением и так далее.

Свои функции представитель осуществляет в соответствии с возмездным договором, получая вознаграждение от эмитента. В процессе осуществления своих полномочий представитель обязан действовать исключительно в интересах владельцев облигаций и вправе привлекать третьих лиц для выполнения возложенных на него обязанностей. Таким образом, возникает ситуация, в которой ПВО обязан действовать в интересах владельцев облигаций, не имея с ними договорных отношений и в то же время получая вознаграждение от эмитента, являясь, таким образом, потенциально зависимым от последнего.

В настоящее время институт представительства, по мнению Банка России, претерпевает стагнацию: модель, при которой представитель финансируется эмитентом, часто не позволяет представителю использовать полный спектр возможностей для защиты прав владельцев облигаций.

### 4.1. Взаимодействие с представителем

Права и обязанности представителя в настоящий момент закреплены общими нормами, вследствие чего наблюдается практика, при которой представитель не предпринимает реальных действий в интересах владельцев облигаций, кроме раскрытия предусмотренной информации и ответов на письма или звонки инвесторов.

Взаимодействие владельцев облигаций с добросовестным представителем осуществляется в любом доступном формате с использованием различных видов связи. При этом ввиду отсутствия специальных требований к порядку такого взаимодействия недобросовестный представитель может затягивать сроки ответа, игнорировать или не предпринимать никаких действий после получения обращений владельцев облигаций.

Порядок взаимодействия представителя с эмитентом также не регламентирован детально, в связи с чем известны случаи злоупотреблений со стороны эмитента по отношению к представителю.

Во избежание указанных действий предлагается закрепить в Законе минимальные требования к договору с эмитентом об оказании услуг представителя, например определение в договоре порядка и сроков взаимодействия представителя и эмитента в части обмена информацией, в том числе обязывающего эмитента направлять представителю информацию

о планируемых действиях по исполнению обязательств перед владельцами облигаций в случае дефолта, а также после реструктуризации долга. Кроме того, предлагается установить в Законе требования к порядку взаимодействия представителя с владельцами облигаций, включая сроки для направления ответов на обращения владельцев облигаций. В совокупности введение указанных требований позволит всем сторонам правоотношений действовать добросовестно и прозрачно, предоставлять информацию в разумные и понятные для всех сторон сроки.

### **Вопросы для обсуждения:**

*4.1.1. Считаете ли вы необходимым установить в Законе требования к договору с эмитентом об оказании услуг представителя в части порядка взаимодействия представителя с эмитентом?*

*4.1.2. Поддерживаете ли вы регламентацию порядка взаимодействия представителя с владельцами облигаций в нормативном акте Банка России?*

Стоит отдельно выделить роль представителя для обеспечения взаимосвязи между миноритарными владельцами облигаций, которые в большинстве случаев не имеют контактов друг друга. Возможность коммуницировать для таких владельцев может стать инструментом для принятия важных коллективных решений, таких как созыв собрания, обращение в суд с коллективным иском, обсуждение действий эмитента и представителя, принятие решений о необходимости обращения к представителю или в Банк России.

В связи с этим в целях организации взаимодействия между владельцами облигаций предлагается назначить представителя ответственным за создание площадки для коммуникации и обеспечить беспрепятственный доступ к такой площадке всех владельцев соответствующего выпуска облигаций. В роли такой площадки может выступать тема на форуме, чат в мессенджере или иной подобный сервис с возможностью обмена быстрыми сообщениями.

### **Вопросы для обсуждения:**

*4.1.3. Считаете ли вы необходимым обязать ПВО обеспечивать для владельцев облигаций возможность коммуникации между собой?*

*4.1.4. Какой из способов коммуникации между владельцами облигаций, по вашему мнению, является наиболее эффективным?*

## **4.2. Обращение в суд**

С момента своего назначения или избрания представитель обладает правом на обращение в суд от имени владельцев облигаций. Собрание также вправе принимать решения по вопросу об осуществлении (реализации) права на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе с требованием о признании указанных лиц банкротами. При этом от такого права собрание может и отказаться.

Подобная гибкость формулировок приводит к возникновению следующего вопроса: есть ли изначально у представителя право на обращение в суд от имени владельцев облигаций или же для реализации представителем права на обращение в суд собранию необходимо принимать отдельное решение по этому вопросу?

Стоит отметить, что Закон предусматривает, что иск к эмитенту или к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, могут заявить сами владельцы облигаций по истечении одного месяца с момента возникновения оснований для такого обращения в случае, если в указанный срок представитель не обратился в арбитражный суд с соответствующим требованием

или в указанный срок собранием не было принято решение об отказе от права обращаться в суд с таким требованием. Таким образом, для реализации представителем права на обращение в суд от имени владельцев облигаций принятие собранием соответствующего решения по указанному вопросу не требуется. При этом если такое решение собранием принято, представитель, при отсутствии законных оснований для неисполнения, обязан его исполнить.

Закон устанавливает, что при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей представитель должен действовать в интересах всех владельцев облигаций соответствующего выпуска добросовестно и разумно. Используя данную норму, представители в качестве аргументации своего бездействия часто ссылаются на то, что обращение в суд может противоречить интересам части владельцев (например, тех, кто пытается договориться с эмитентом о реструктуризации обязательств по облигациям после наступления дефолта).

В связи с этим предлагается рассмотреть следующую модель действий: в случае дефолта у представителя появляется обязанность обращаться в суд с требованием к эмитенту и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, после истечения определенного периода (например, 15 дней) с даты окончания срока технического дефолта и наступления реального дефолта по облигациям. Вопрос об осуществлении (реализации) права на обращение в суд при закреплении такой модели будет приниматься собранием только в случае, если ранее владельцы отказались от такого права на собрании.

Подразумевается, что представитель должен обращаться в суд после завершения указанного периода, если в течение такого периода не было объявлено о проведении собрания с вопросами повестки дня, касающимися реструктуризации обязательств эмитента по облигациям, а также отказа владельцев облигаций от права на обращение в суд.

Как уже отмечалось ранее, если по истечении месяца с даты появления оснований для обращения в суд представитель такое право не реализует, оно может быть реализовано владельцами облигаций в индивидуальном порядке. Вместе с тем обращение в суд в индивидуальном порядке фактически приводит к тому, что одновременно в разных судах (судах общей юрисдикции и арбитражных) появляется множество однотипных дел, которые требуют единого подхода судей при рассмотрении. Часто подобные дела откладываются до вынесения решения по аналогичным делам, что в целом делает судебные процессы долгими и создает дополнительные процессуальные трудности. Кроме того, образуется дополнительная неоправданная нагрузка на судебную систему.

Очевидно, что судебный процесс, в котором интересы всех владельцев представляет специально уполномоченное на это лицо, будет проходить быстрее и эффективнее.

#### **Вопрос для обсуждения:**

*4.2.1. Считаете ли вы обоснованным введение обязанности представителя, в случае окончания срока технического дефолта и наступления реального дефолта эмитента по облигациям, обращаться в суд по истечении установленного Законом периода, если до этого момента не будет объявлено о проведении собрания, на котором будет рассматриваться вопрос об отказе владельцев облигаций от права на обращение в суд и (или) о реструктуризации обязательств по облигациям?*

### **4.3. Оплата услуг и возмещение расходов представителя**

Объективная и острая необходимость в услугах представителя возникает (в большей степени для эмитента) в момент подготовки и согласования с владельцами облигаций параметров реструктуризации. В этот период резко возрастает качественная и количественная нагрузка на представителя, растет и его ответственность за совершаемые действия. Находясь в формальной зависимости от эмитента в связи с получением от него вознаграждения, испытывая

при этом давление владельцев облигаций, представитель зачастую в одностороннем порядке отказывается от исполнения обязанностей по договору с эмитентом, предпочитая заниматься иной деятельностью или получать регулярное периодическое вознаграждение за оказание услуг представителем другим эмитентам, не находящимся в кризисной ситуации. При этом основной причиной ухода представителя является, как правило, невозможность или нежелание эмитента оплачивать его услуги.

Возможность эмитента определить в качестве представителя компанию, формально не связанную с эмитентом, но реально зависимую от него в финансовом плане, а также отсутствие требований к капиталу представителя, источникам покрытия рисков, опыту профессиональной деятельности, квалификации сотрудников не дают возможности представителю реализовать свой функционал максимально эффективно.

Проблема зависимости представителя от эмитента, очевидно, может быть решена путем изменения источника выплаты вознаграждения представителю. В связи с этим предлагается рассмотреть вопрос о введении возможности оплаты услуг ПВО за счет владельцев облигаций в случае, если владельцы сами об этом заявят (например, путем уведомления эмитента либо при формировании повестки дня собрания это волеизъявление будет отражено в формулировке вопроса об избрании представителя).

На практике существует проблема финансирования судебных издержек, возлагаемых на представителя, в связи с чем представители, как правило, не обращаются в суд с требованиями к эмитенту или лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, в инициативном порядке, поскольку для представителя остается неопределенным вопрос компенсации издержек. Понимая, что вопрос об обращении в суд относится к компетенции собрания, представители ожидают принятия такого решения на собрании для того, чтобы инициировать судебный процесс.

Несмотря на то что представитель несет обязательства перед владельцами облигаций, состав которых постоянно меняется, основная часть его мотивации связана с получением вознаграждения от эмитента. Представитель в случае дефолта эмитента может демонстрировать недобросовестное поведение (бездействие) не только из-за неочевидной связанности с эмитентом, но и по причине отсутствия его собственной заинтересованности в конечном результате.

По общему правилу расходы представителя, связанные с обращением в арбитражный суд, возмещаются за счет эмитента облигаций, если это предусмотрено решением об их выпуске, и (или) за счет владельцев облигаций. В случае, если указанные расходы представителя были оплачены отдельными владельцами (владельцем) облигаций, они возмещаются за счет денежных средств, присужденных владельцам облигаций судом по иску к эмитенту облигаций и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента. Однако Закон дает представителю право не исполнять решение собрания об обращении в суд до оплаты владельцами облигаций или эмитентом облигаций расходов представителя, связанных с обращением в суд.

Следует отметить, что использование денежных средств владельцев облигаций для обращения представителя в суд в настоящее время не находит практического применения, а эмитент, в свою очередь, фактически не заинтересован в оплате судебного процесса против себя. Таким образом, в результате указанных факторов владельцы облигаций часто вынуждены обращаться в суд самостоятельно.

Оплата судебных издержек является не единственной проблемой во взаимоотношениях представителя с эмитентом. Нередки ситуации, когда представитель отказывается продолжать оказывать услуги и расторгает договор с эмитентом в инициативном порядке по тем или иным причинам, чаще всего – в связи с прекращением выплаты эмитентом вознаграждения за оказываемые представителем услуги. Обычно расторжение договора с эмитентом в одностороннем порядке по инициативе представителя происходит на преддефолтной или пред-

банкротной стадии. Такое поведение представителя формально не противоречит требованиям Закона, однако создает проблемы для эмитента и владельцев облигаций, в том числе связанные с определением (избранием) нового представителя и оплатой его услуг.

Следует также обратить внимание на то, что в соответствии с Законом в случае определения эмитентом облигаций или избрания собранием нового представителя полномочия ранее определенного (избранного) представителя прекращаются с даты регистрации изменений в решение о выпуске облигаций в части сведений о новом представителе. Указанная норма создает неопределенность в вопросе о фактическом прекращении полномочий представителя, расторгнувшего договор с эмитентом по своей инициативе, до даты регистрации изменений в решение о выпуске облигаций в части сведений о новом представителе.

Для обеспечения непрерывности осуществления функций представителя могут быть использованы дополнительные механизмы. Такие механизмы могут, например, предполагать создание за счет эмитента индивидуального денежного резерва для оплаты услуг представителя в «пиковый» период увеличения его нагрузки в связи с ухудшением финансового положения эмитента и неисполнением обязательств по облигациям. Представляется, что размер такого денежного резерва не должен покрывать всю сумму вознаграждения представителя, которая причитается ему по договору с эмитентом за весь срок до погашения облигаций, но должен быть достаточным для выплаты той суммы вознаграждения представителя, которая предусмотрена договором с эмитентом на случай возникновения критической ситуации для эмитента и (или) владельцев облигаций. При этом конкретные инструменты для формирования такого денежного резерва (счет эскроу, обеспечительный платеж, залоговый счет с твердой денежной суммой (неснижаемым остатком), номинальный счет), с одной стороны, не должны позволять эмитенту использовать или уменьшать этот резерв по своему усмотрению, а с другой стороны – должны давать возможность представителю использовать этот резерв без согласия эмитента в случае возникновения критической ситуации.

К альтернативным вариантам обеспечения непрерывности осуществления функций представителя можно отнести независимую гарантию, страхование ответственности эмитента на случай его дефолта и невозможности оплатить услуги представителя, страхование предпринимательского риска представителя при условии возмещения эмитентом расходов по договору страхования.

Стоит отметить, что в иностранной практике<sup>1</sup> сумма вознаграждения (порядок ее определения) представителя может быть указана в эмиссионных документах либо определяться на ОСВО, например при избрании представителя. Данный способ делает порядок оплаты услуг представителя прозрачным и позволяет владельцам облигаций частично определять условия соглашения с представителем.

Кроме того, в случае инициирования процедуры банкротства эмитента представляется целесообразным включить сумму вознаграждения ПВО за оказанные услуги в состав текущих платежей в соответствии с законодательством Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве), что также позволит снизить мотивацию ПВО на расторжение договора с эмитентом в одностороннем порядке.

<sup>1</sup>Например, такой способ предусмотрен в Коммерческом кодексе Франции.



**Вопросы для обсуждения:**

4.3.1. С вашей точки зрения, является ли проблемой, требующей изменения в регулировании, зависимость ПВО от эмитента?

4.3.2. Считаете ли вы необходимым предусмотреть возможность оплаты услуг представителя за счет средств владельцев облигаций?

4.3.3. Целесообразно ли, на ваш взгляд, использование дополнительных механизмов, обеспечивающих непрерывность осуществления функций представителя?

4.3.4. Поддерживаете ли вы использование следующих дополнительных механизмов для обеспечения непрерывности осуществления функций представителя:

а) основанных на создании резерва за счет эмитента;

б) основанных на механизме страхования ответственности эмитента или предпринимательского риска представителя;

в) основанных на иной модели (ином подходе)?

4.3.5. Считаете ли вы необходимым отнести сумму вознаграждения ПВО за оказанные услуги к текущим платежам в соответствии с законодательством Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве)?

В настоящий момент регулирование построено по модели «один выпуск – один представитель», однако полагаем целесообразным рассмотреть возможность определения (избрания) нескольких представителей по одному выпуску облигаций. В таком случае один представитель будет действовать в интересах части владельцев облигаций (например, тех, кто голосовал за его избрание), получая вознаграждение пропорционально доле голосов от общего их числа (в случае оплаты услуг эмитентом) либо напрямую от владельцев облигаций, в интересах которых он действует.

**Вопросы для обсуждения:**

4.3.6. Считаете ли вы целесообразным закрепление возможности определения (избрания) нескольких ПВО по одному выпуску облигаций?

4.3.7. Согласны ли вы с тем, что при наличии нескольких ПВО по одному выпуску облигаций должна предусматриваться возможность оплаты услуг одного или нескольких ПВО за счет средств владельцев облигаций?

## 4.4. Компетентность и профессионализм представителя

Требования к профессиональной специализации представителя в настоящее время определены в Законе. Кандидат на роль представителя должен быть из числа брокеров, дилеров, депозитариев, управляющих, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, кредитных организаций либо иным юридическим лицом, созданным в соответствии с законодательством Российской Федерации и существующим не менее трех лет. Также Законом установлен перечень лиц, которые не могут осуществлять функции представителя, – в основном это связанные с эмитентом лица, имеющие конфликт интересов.

Очевидно, что осуществление функций представителя по выпускам облигаций с различной степенью сложности (секьюритизация, структурные облигации), в том числе необходимость участия в процессах реструктуризации обязательств по облигациям и судебных процессах, требует от представителя достаточной компетенции по указанным вопросам. В рамках рассмотрения многочисленных обращений относительно действий эмитентов облигаций Банком России выявлено, что владельцы облигаций за получением разъяснений по сложившимся си-

туациям обращаются в первую очередь к представителю. Вместе с тем каких-либо дополнительных (специальных) требований законодательство Российской Федерации к представителю не предъявляет.

В настоящее время наблюдается присутствие на рынке значительного количества представителей, включенных в список лиц, имеющих право оказывать услуги представителя, но фактически не осуществляющих данную деятельность. В связи с этим рассматривается вопрос о введении дополнительных оснований для исключения представителя из списка, в том числе в связи с неосуществлением деятельности в течение определенного периода времени (например, одного года).

Средняя стоимость услуг представителя является относительно невысокой, в связи с чем квалифицированным представителям нередко приходится соглашаться на невысокое вознаграждение, чтобы удержать клиента. Такая тенденция негативно сказывается на качестве услуг по отношению к владельцам облигаций.

В связи с этим предлагается закрепить за Банком России полномочия по установлению требований к представителям, в том числе к их профессиональным компетенциям, квалификации сотрудников, сроку работы в отрасли и так далее. Также может быть рассмотрен вопрос о введении аккредитации деятельности представителя.

#### **Вопросы для обсуждения:**

*4.4.1. Следует ли устанавливать дополнительные требования к ПВО в отношении:*

- а) размера собственных средств ПВО;*
- б) опыта работы на финансовом рынке;*
- в) квалификации сотрудников;*
- г) обязательного наличия лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;*
- д) иных аспектов деятельности?*

*4.4.2. Поддерживаете ли вы дополнение перечня оснований для исключения ПВО из списка лиц, имеющих право оказывать услуги представителя:*

- а) основанием об отсутствии осуществления деятельности ПВО в течение определенного периода;*
- б) иными основаниями?*

## 5. ОТКАЗ ОТ ПРАВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Как отмечалось ранее, в правоотношениях, связанных с исполнением обязательств по облигациям, наиболее подверженным недобросовестному поведению со стороны эмитента и (или) иных участников указанных правоотношений является миноритарный владелец облигаций – физическое лицо.

Приобретая облигации, инвестор получает не только права, связанные с получением дохода и иных выплат по облигациям, но и ряд прав, связанных с защитой его от финансовых потерь. Закон предоставляет несколько следующих основных механизмов защиты, которыми может воспользоваться владелец облигаций в случае наступления неблагоприятных обстоятельств:

1) Право требовать досрочного погашения или приобретения принадлежащих владельцу облигаций – право, возникающее при наступлении определенных в Законе или в эмиссионной документации триггеров, позволяющее владельцу вернуть ценную бумагу эмитенту, получив за нее причитающиеся выплаты. К таким триггерам относятся существенное нарушение эмитентом условий исполнения обязательств по облигациям, утрата или существенное ухудшение условий обеспечения по облигациям, делистинг облигаций в связи с нарушением их эмитентом требований по раскрытию информации и так далее. Фактически это способ «выйти» из инвестиции в ценные бумаги, получив определенную компенсацию раньше установленного срока (даты) погашения облигаций.

2) Право на предъявление требования к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе требования об обращении взыскания на заложенное имущество, – в случае неисполнения эмитентом обязательств по облигациям с обеспечением владелец вправе обратиться за таким исполнением к поручителю, залогодателю или гаранту (в зависимости от способа обеспечения, указанного в решении о выпуске облигаций). Облигация с обеспечением предоставляет ее владельцу все права, возникающие из такого обеспечения, а правоотношения по данному обеспечению регулируются гражданским законодательством Российской Федерации.

3) Право на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе с требованием о признании указанных лиц банкротами, – право инвестора, используемое, как правило, в случае, если попытки реализовать иные способы защиты прав не обеспечили инвестору получение причитающихся ему выплат.

Приобретая облигации, инвесторы изначально обладают всеми перечисленными правами. Однако владельцы облигаций решением ОСВО вправе отказаться от одного или нескольких из них. Законодатель разделяет указанные права по степени их существенности, и поэтому для принятия на ОСВО решений об отказе от разных прав требуется разное количество голосов. Так, если для принятия решения об отказе от права на обращение в суд необходимо набрать 90% от общего количества голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на собрании, то для принятия решения об отказе от права на досрочное погашение или приобретение облигации, а также об отказе от права на предъявление требований к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, необходимо получить 75% от указанного количества голосов.

Такие решения, как и все другие решения ОСВО, в том числе решения о реструктуризации, в случае их принятия являются обязательными для всех владельцев облигаций, в том числе для тех владельцев облигаций, которые голосовали против или не принимали участия в голо-

совании. Мажоритарные владельцы облигаций, голосуя за принятие указанных решений, прежде всего руководствуются своими интересами, которые могут не совпадать с интересами миноритарных владельцев облигаций. Вопросы об отказе владельцев облигаций от соответствующих прав обычно выносятся на ОСВО вместе с вопросами о реструктуризации обязательств по облигациям. Эмитент при наступлении неблагоприятных обстоятельств, как правило, хочет обезопасить себя от возможных требований со стороны владельцев облигаций и предлагает им на ОСВО принять решение об отказе от части прав, чтобы они не помешали эмитенту осуществлять планируемые мероприятия по финансовому оздоровлению и восстановлению платежеспособности. Однако недобросовестные эмитенты могут вынести подобные вопросы на голосование с целью лишить владельцев облигаций законных способов защиты своих прав и одновременно «продавить» заведомо невыгодные условия реструктуризации. С учетом изложенного предлагается установить общий (единый) порог голосов для принятия на ОСВО любых решений об отказе владельцев облигаций от части принадлежащих им прав – 90% голосов от общего количества голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на собрании.

В настоящий момент остается неурегулированным вопрос действия решений ОСВО об отказе владельцев облигаций от части прав во времени. Если решение об отказе от права на обращение в суд можно отменить, приняв на следующем собрании противоположное решение – об обращении в суд, то с другими правами такой возможности нет из-за отсутствия в компетенции ОСВО соответствующих вопросов. Представляется, что указанные решения не должны быть «вечными» и должна быть предусмотрена возможность их изменения или отмены. Кроме того, законом может быть установлен срок «по умолчанию» (например, 1 год), в течение которого будет действовать принятое собранием решение об отказе владельцев облигаций от части прав, если иной срок действия не будет определен в самом решении собрания.

Полагаем также, что норма Закона, относящая к компетенции ОСВО решение вопроса об отказе от права на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе с требованием о признании указанных лиц банкротами, является слишком общей и нуждается в конкретизации и уточнении. Обращение в суд о признании банкротом эмитента или лица, предоставившего обеспечение по облигациям, является достаточно эффективным, но отложенным во времени способом защиты прав и законных интересов владельцев облигаций.

Так, признаком банкротства в общем случае является неисполнение должником соответствующих обязательств и (или) обязанностей в течение 3 месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены<sup>1</sup>. По этому основанию с требованием о признании эмитента банкротом владельцы облигаций (представитель от имени всех владельцев облигаций) могут обратиться в суд не ранее истечения указанного срока. До истечения указанного 3-месячного срока владельцы облигаций (представитель от имени всех владельцев облигаций) могут обращаться в суд с требованием к эмитенту о надлежащем исполнении обязательств по облигациям, которые не были исполнены в установленный срок, и о возмещении убытков, причиненных инвесторам неисполнением или ненадлежащим исполнением обязательств по облигациям. При этом отказ от права на обращение в суд с требованием об исполнении обязательств по облигациям и возмещении причиненных убытков существенно ослабляет «переговорную» позицию владельцев облигаций.

Принятие на ОСВО решения об условиях реструктуризации само по себе еще не является достаточным для практической реализации достигнутых договоренностей, поскольку реальные действия, направленные на подписание соответствующих соглашений или на внесение изменений в условия выпуска облигаций, могут быть не предприняты эмитентом.

<sup>1</sup> Пункт 2 статьи 3 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

Во всех подобных ситуациях владельцы облигаций могут и должны иметь законное право на судебную защиту и возмещение убытков. При этом интересы добросовестного эмитента представляются в достаточной степени защищенными. Так, предоставление отступного или заключение соглашения о новации влечет прекращение соответствующих обязательств по облигациям, а иски о возмещении убытков, основывающиеся на прекращенных правоотношениях, не подлежат удовлетворению.

Изменение сроков и (или) размера просроченных выплат по облигациям означает, что эмитент перестает являться лицом, которое не исполнило измененное обязательство, и, следовательно, не может считаться лицом, которое причинило убытки ненадлежащим исполнением измененного обязательства до наступления измененного срока его исполнения.

С учетом изложенного и в целях обеспечения баланса интересов между эмитентом и владельцами облигаций предлагается исключить возможность отказа от права на обращение в суд с любыми требованиями к эмитенту и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, сохранив только отказ от права на подачу в суд требования о признании указанных лиц банкротами.

Альтернативным вариантом является сохранение возможности отказа владельцев облигаций от права на обращение в суд с требованиями к указанным лицам только при условии конкретизации в решении собрания тех исковых требований, от права на заявление которых отказываются владельцы облигаций.

### **Вопросы для обсуждения:**

*5.1. Согласны ли вы с установлением общего (единого) порога голосов для принятия на ОСВО любых решений об отказе владельцев облигаций от части принадлежащих им прав?*

*5.2. Каким количеством голосов, по вашему мнению, должны приниматься на ОСВО решения по вопросам об отказе владельцев облигаций от части принадлежащих им прав:*

*а) 75% голосов от общего количества голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на ОСВО;*

*б) 90% голосов от общего количества голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на ОСВО;*

*в) 95% голосов от общего количества голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на ОСВО?*

*5.3. Какой из следующих предлагаемых вариантов вы поддерживаете:*

*а) владельцы облигаций вправе путем принятия решения на ОСВО отказаться от права на обращение в суд с требованиями к эмитенту и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, только в части заявления требования о признании указанных лиц банкротами;*

*б) владельцы облигаций вправе путем принятия решения на ОСВО отказаться от права на обращение в суд с требованиями к эмитенту и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, только при условии конкретизации исковых требований, от права на заявление которых они отказываются;*

*в) владельцы облигаций вправе путем принятия решения на ОСВО отказаться от права на обращение в суд с любыми требованиями к эмитенту и (или) к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям.*

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Институты ОСВО и ПВО, как и процесс реструктуризации обязательств по облигациям, являются относительно новыми и поэтому требуют особого внимания со стороны регулятора, инвестиционного сообщества и участников финансового рынка.

Создание благоприятной правовой среды, обеспечивающей баланс интересов между эмитентом и владельцами облигаций, даст новый импульс развитию этого сегмента финансового рынка, позволит повысить уровень доверия инвесторов к российским корпоративным облигациям и будет являться частью общего процесса улучшения инвестиционного климата в Российской Федерации.