



Банк России

ИНСТИТУТЫ КОЛЛЕКТИВНОЙ ЗАЩИТЫ: НОВАЯ МОДЕЛЬ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Доклад для общественных консультаций

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	2
Ключевые предложения.....	4
1. Институты ПВО и ОСВО: общий контекст	6
2. Повышение эффективности деятельности ПВО	8
2.1. Требования к ПВО при допуске на рынок	8
2.2. Недопустимость конфликта интересов в деятельности ПВО	11
2.3. Перечень случаев обязательного определения ПВО	13
2.4. Финансирование деятельности ПВО	14
2.5. Обязанности ПВО по информированию владельцев облигаций	16
2.6. Обязанность по обращению с исковым заявлением в суд	18
2.7. Ответственность ПВО	20
3. Настройка защитных механизмов ОСВО	21
3.1. Принцип равного отношения к владельцам облигаций	21
3.2. Ограничение голосования при наличии конфликта интересов	23
3.3. Компетенция ОСВО	26
3.4. Пределы действия решений ОСВО на права владельцев облигаций	28
3.5. Принятие решений на ОСВО: кворум и большинство	29
3.6. Проведение реструктуризации и ее ограничения	31

Материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

Ответы на вопросы, представленные в докладе, а также замечания и предложения к нему просим направлять до 15 сентября 2026 года включительно на адреса: PavlovNV@cbr.ru; LoginovEA@cbr.ru.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2026

ВВЕДЕНИЕ

В последние годы российский рынок корпоративных облигаций демонстрирует устойчивый рост как по объемам размещений, так и по числу эмитентов и инвесторов. В 2024 году объемы размещения достигли 8,4 трлн рублей, а в 2025 году – 11,3 трлн рублей.

На этом фоне все большую актуальность приобретают вопросы защиты прав и законных интересов владельцев облигаций, особенно в ситуациях ухудшения финансового положения эмитентов. Практика применения механизмов коллективной защиты показала недостаточную эффективность институтов представителя владельцев облигаций (ПВО) и общего собрания владельцев облигаций (ОСВО).

Действующая модель регулирования ПВО и ОСВО формировалась в условиях становления российского рынка долгового финансирования с меньшим числом владельцев облигаций одного выпуска. На текущем этапе она перестала соответствовать потребностям рынка долговых ценных бумаг и специфике выпусков облигаций.

Наличие системных проблем в деятельности ПВО и функционировании ОСВО снижает уровень правовых гарантий владельцев облигаций и создает препятствия в проведении реструктуризации облигационной задолженности. Формальный характер деятельности отдельных ПВО, неработающие процедуры принятия решений на ОСВО создают риски для рынка долговых ценных бумаг.

Целью настоящего доклада является формирование эффективной и сбалансированной модели правового регулирования деятельности ПВО и функционирования ОСВО.

В предлагаемой модели ПВО должен стать институтом, который связывает в единый механизм три элемента: коллективное формирование воли владельцев облигаций, профессиональную защиту общих интересов и снижение издержек.

Ключевая проблема, которую призван решать ПВО, заключается в осуществлении коллективного действия. Каждый отдельный владелец облигаций, как правило, владеет небольшой долей выпуска, а издержки мониторинга информации и состояния эмитента, переговоров, подготовки требований и судебной защиты для него несоразмерны потенциальному эффекту.

Еще одна составляющая проблемы – координация действий кредиторов. Для реструктуризации и изменений условий облигационного займа, управления обеспечением и иных решений, затрагивающих общий интерес сообщества владельцев облигаций, требуется согласованное действие большинства. В отсутствие единого представителя защита прав владельцев облигаций будет представлять собой хаотичные индивидуальные взыскания задолженности с избыточными расходами из-за высоких транзакционных издержек и отсутствия центра переговоров.

ПВО призван обеспечить эффективную реализацию прав инвесторов по облигационному займу в ситуации, когда эти права принадлежат многочисленному и рассредоточенному кругу лиц. В отличие от классических (простых) заемных правоотношений, где кредитор способен самостоятельно контролировать должника и защищать свои интересы, облигационное правоотношение предполагает множество лиц на стороне кредитора.

ПВО должны обеспечивать координацию, выступая во внешних отношениях владельцев облигаций с третьими лицами, в первую очередь с эмитентами, и предоставляя возможность коллективной судебной защиты. Высока роль ПВО в предоставлении информации владельцам облигаций, формировании их позиции и инициировании необходимых юридических действий.

Роль ОСВО и процедуры принятия решений должны полностью отвечать поставленным целям коллективной защиты прав владельцев облигаций.

Банк России предлагает системный подход к модернизации института коллективной защиты прав владельцев облигаций, основанный:

- на повышении качества института ПВО через установление к нему дополнительных требований;
- создании сбалансированной системы взаимодействия между эмитентами, ПВО и владельцами облигаций;
- обеспечении эффективности процедур ОСВО.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В ходе общественных консультаций Банк России предлагает обсудить основные направления совершенствования регулирования ПВО и ОСВО.

1. Установление дополнительных требований к ПВО

Для исключения возможности включения в список ПВО юридических лиц, которые фактически не могут должным образом осуществлять защиту прав и законных интересов владельцев облигаций, предлагается установить дополнительные требования к лицам, осуществляющим функции ПВО, в том числе требования к минимальному размеру уставного капитала и источникам его формирования, деловой репутации членов органов управления и работников.

Предлагается определить в качестве основания для исключения юридического лица из списка ПВО неосуществление деятельности ПВО в течение 2 лет подряд.

2. Недопустимость конфликта интересов в деятельности ПВО

Планируется расширить перечень лиц, которые не могут быть определены в качестве ПВО, с целью обеспечения его независимости от эмитента и недопустимости возникновения конфликта интересов. В дополнение к существующим требованиям в качестве ПВО не смогут быть определены лица, аффилированные (фактически аффилированные) с эмитентом и лицом, предоставившим обеспечение.

Для обеспечения достаточного уровня гибкости при выборе ПВО для владельцев облигаций предусматривается возможность на ОСВО избрать любого ПВО (за исключением эмитента, лица, предоставившего обеспечение по облигациям, и аффилированных с ними лиц) при условии предварительного и полного раскрытия информации о потенциальном конфликте интересов.

3. Финансирование деятельности ПВО

Целесообразно возложить на эмитента обязанность нести все расходы, связанные с осуществлением ПВО своих функций, включая судебные расходы, возникающие при защите прав владельцев облигаций.

Цель предложения – исключить ситуации, при которых у ПВО отсутствуют денежные средства для защиты владельцев облигаций.

4. Детализация обязанностей ПВО по раскрытию информации

Предлагается конкретизировать обязанности ПВО по информированию владельцев облигаций об обстоятельствах, которые могут существенно повлиять на их права и законные интересы, установив перечень раскрываемой информации.

5. Расширение прав ПВО на получение информации

Для обеспечения доступа ПВО к информации, необходимой для осуществления его функций, предлагается установить перечень информации, которую эмитент и третьи лица обязаны предоставить ПВО по его запросу, а также закрепить возможность ПВО обратиться с иском в арбитражный суд о понуждении к предоставлению необходимой информации.

6. Ответственность ПВО

Исключить возможность ограничения размера ответственности ПВО на основании договора с эмитентом. Вместе с тем определить, что ответственность ПВО может быть ограничена только на основании решения ОСВО.

7. Принцип равного отношения к владельцам облигаций одного выпуска

Законодательно закрепить принцип равного отношения к владельцам облигаций одного выпуска, а также установить запрет на принятие решений ОСВО, предусматривающих различия в правах владельцев облигаций в зависимости от голосования.

8. Недопустимость голосования аффилированных с эмитентом лиц

Предлагается расширить перечень лиц, которые не могут принимать участие в голосовании на ОСВО вследствие аффилированности с эмитентом, с целью предотвращения влияния эмитента на результаты ОСВО и искажения волеизъявления владельцев облигаций.

9. Уточнение компетенции ОСВО

Предлагается исключить нормы, допускающие бессрочный отказ владельцев облигаций от права на обращение в суд, закрепив возможность введения временного моратория на судебную защиту на основании решения ОСВО.

Наделить ОСВО правом принимать решение о заключении мирового соглашения.

10. Введение кворума для принятия решения ОСВО

Для стимулирования владельцев облигаций к более активному участию на ОСВО и расширения возможностей проведения «реструктуризаций» предлагается ввести кворум для принятия решений на ОСВО с возможностью его последующего снижения при сохранении требования о принятии решений квалифицированным большинством голосов.

1. ИНСТИТУТЫ ПВО И ОСВО: ОБЩИЙ КОНТЕКСТ

В последние годы объем российского рынка корпоративных облигаций демонстрирует устойчивый рост. Начиная с 2022 года количество выпусков облигаций выросло в 1,24 раза (рис. 1), а объемы выпусков по непогашенному номиналу в обращении – в 1,8 раза (рис. 2). При этом увеличение объемов выпусков по непогашенному номиналу в обращении по сегменту корпоративных облигаций было более значительным – практически в 2 раза.

В 2024 году объемы размещений облигаций достигли 8,44 трлн рублей, а в 2025 году – 11,32 трлн рублей.

Банк России отмечает постепенный рост доли физических лиц среди инвесторов в облигации¹. По данным Банка России, доля облигаций в портфелях физических лиц возросла с 32 до 38%².

КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ
(ЕД.)

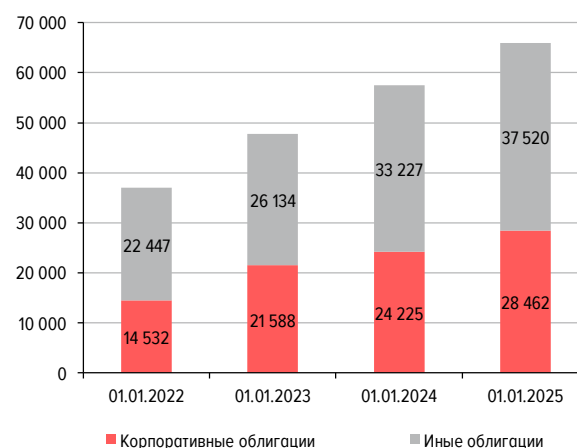
Рис. 1



Источник: Банк России.

СОВОКУПНЫЙ ОБЪЕМ ВЫПУСКОВ В ОБРАЩЕНИИ
ПО НЕПОГАШЕННОМУ НОМИНАЛУ
(МЛРД РУБ)

Рис. 2



Источник: Банк России.

Вместе с тем за период с 2022 по 2025 год отмечается рост количества необеспеченных выпусков облигаций более чем на 30%, а совокупного объема облигаций в обращении – более чем на 75%. При этом доля выпусков необеспеченных облигаций также выросла за указанный период – с 79 до 87% в общем числе выпусков (рис. 3).

Увеличивается количество случаев неисполнения обязательств со стороны эмитентов. Если за 2023 и 2024 годы суммарно было зафиксировано 15 случаев неисполнения обязательств, то за 2025 год таких случаев было уже 24 (рис. 4). За первые 6 месяцев 2026 года 15 эмитентов допустили неисполнение обязательств по облигациям. Указанная динамика и формирующаяся практика требуют внимания со стороны регулятора.

¹ См.: [Обзор финансовых инструментов за 2025 год](#).

² См. раздел [«Обеспечение устойчивости финансового рынка»](#) в документе «Итоги работы Банка России 2025: коротко о главном».

КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ
ОБЛИГАЦИЙ
(ЕД.)

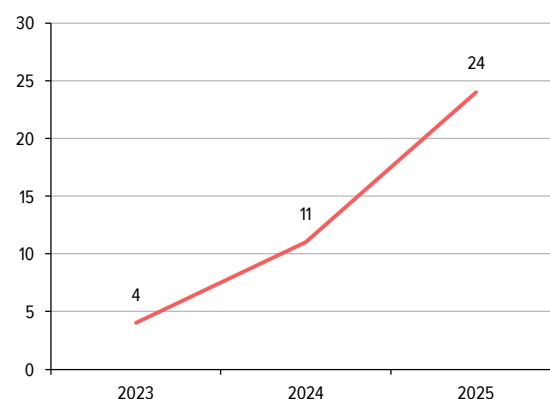
Рис. 3



Источник: Банк России.

КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ, ДОПУСТИВШИХ ДЕФОЛТ
ПО ОБЛИГАЦИЯМ

Рис. 4



Источник: Банк России.

В большинстве случаев до 2026 года после наступления дефолта эмитенты не принимали мер, направленных на созыв ОСВО, а ПВО не обращались в суд за защитой прав и законных интересов владельцев облигаций по ряду причин, среди которых можно выделить следующие:

- **Формальный характер исполнения своих обязанностей некоторыми ПВО.** Складывалась практика, когда некоторые ПВО фактически бездействовали, и их деятельность сводилась к дублированию раскрываемых эмитентом сведений. Также некоторые ПВО устанавливали заниженную стоимость своих услуг, что в дальнейшем приводило к недостатку денежных средств для финансирования судебных расходов (в том числе уплаты государственной пошлины). Наблюдались случаи одностороннего отказа ПВО от договора, когда необходимость в действиях ПВО наиболее востребована.
- **Высокий порог при принятии решений ОСВО.** Для принятия ключевых решений на ОСВО требуется 75% голосов от всех владельцев облигаций (по вопросу отказа от обращения в суд – 90%). Действующая система принятия решений, в которой подсчет голосов на ОСВО осуществляется от числа всех владельцев облигаций, делает принятие решений крайне затруднительным, особенно при значительном распределении облигаций в рамках выпуска среди розничных инвесторов.

На фоне роста рынка корпоративных облигаций действующее регулирование ПВО и ОСВО уже не в полной мере отвечает задачам эффективной защиты прав владельцев облигаций. Низкие требования к лицам, осуществляющим функции ПВО, ограниченная активность отдельных ПВО, а также затрудненность принятия решений ОСВО свидетельствуют о необходимости совершенствования регулирования указанных институтов.

2. ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПВО

2.1. Требования к ПВО при допуске на рынок



ПРОБЛЕМА

Одной из особенностей действующего регулирования является низкий порог для включения в список ПВО. Требования к ПВО, установленные законодательством о рынке ценных бумаг, предусматривают минимальные квалификационные критерии. В качестве ПВО могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации, а также иные юридические лица, созданные в соответствии с российским законодательством и существующие не менее 3 лет.

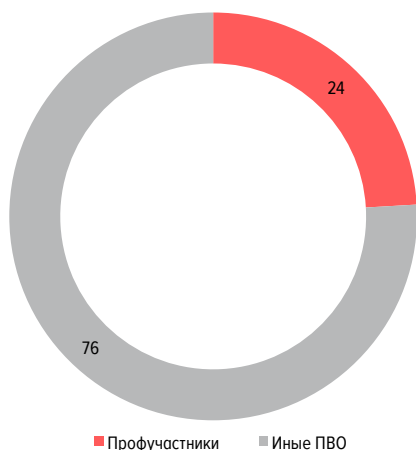
На текущий момент только 13 организаций из 54, включенных в список лиц, осуществляющих деятельность ПВО¹, обладают статусом профессионального участника рынка ценных бумаг (рис. 5). Одновременно 85% выпусков облигаций, в отношении которых определен ПВО, обслуживается пятью крупнейшими ПВО, ни один из которых не является профессиональным участником рынка ценных бумаг.

В списке ПВО сохраняется значительное число фактически бездействующих организаций, которые не осуществляют обслуживание ни одного выпуска облигаций (рис. 6). Действующее законодательство не содержит оснований для их исключения из списка ПВО в связи с неосуществлением этих функций.

Отсутствие требований к размеру уставного капитала и деловой репутации работников создает условия для появления в списке ПВО лиц, фактически не способных обеспечить эффективную защиту прав и законных интересов владельцев облигаций.

ДОЛЯ ПВО, ИМЕЮЩИХ ЛИЦЕНЗИЮ ПУРЦБ
(%)

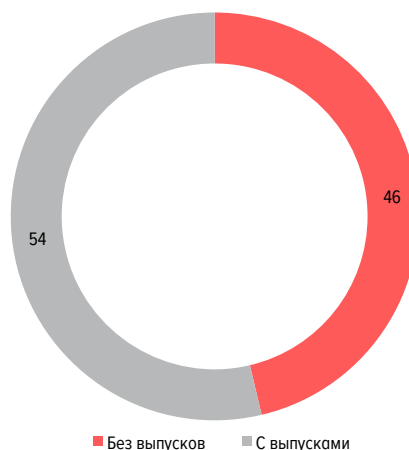
Рис. 5



Источник: Банк России.

ДОЛЯ ПВО, НЕ ОСУЩЕСТВЛЯЮЩИХ
ОБСЛУЖИВАНИЕ ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ
(%)

Рис. 6



Источник: Банк России.

¹ Ведется Банком России. Данные представлены по состоянию на 04.08.2026.

Особенно в условиях возможного неисполнения обязательств от ПВО требуется не только формальное исполнение обязанностей, но и способность оперативно анализировать финансовое положение эмитента, взаимодействовать с владельцами облигаций, организовывать проведение ОСВО, обращаться в суд, участвовать в процедурах банкротства и предпринимать иные действия, направленные на защиту интересов владельцев облигаций.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Дополнительные условия для включения ПВО в список Банка России могут сформировать основу для трансформации этого института.

Требования к уставному капиталу могут обеспечить наличие хотя бы минимального количества денежных средств для выполнения функций ПВО – например, для уплаты государственной пошлины при обращении в суд.

Требования к фактическому осуществлению деятельности ПВО позволят снизить число недействующих компаний.

Международный опыт также подтверждает действенность установления дополнительных требований к компаниям, осуществляющим схожие с ПВО функции.

Врезка 1. Подходы к допуску ПВО в международной практике

В Великобритании законодательные требования к ПВО (trustee) отсутствуют, но подавляющее большинство эмиссионных документов содержат ссылку на то, что ПВО должна быть trust corporation, к которой, в свою очередь, законодательство предъявляет специальные требования. Ключевое требование к trust corporation – уставный капитал не менее 250 тыс. фунтов, 100 тыс. фунтов из которых должны быть оплачены денежными средствами.

В США ПВО (trustee) должен быть корпорацией, уполномоченной осуществлять трастовую деятельность, либо лицом, получившим разрешение SEC. Такие организации должны иметь достаточный капитал – не менее 150 тыс. долларов собственного капитала и резервов. На практике роль indenture trustee выполняют крупнейшие банки и трастовые компании, обладающие соответствующей инфраструктурой и опытом.

В Китае в качестве ПВО должен выступать организатор выпуска (андеррайтер) или иная организация, признанная Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC).



ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ИНИЦИАТИВЫ

Банк России полагает, что действующее законодательство о рынке ценных бумаг нуждается в реформировании в части требований к ПВО и предлагает установить требования в отношении:

- деловой репутации членов органов управления ПВО, аналогичные требованиям к профессиональным участникам рынка ценных бумаг;
- минимального размера уставного капитала – 10 млн рублей. При этом уставный капитал может быть оплачен исключительно денежными средствами;
- исключения юридического лица из списка ПВО в случае неосуществления деятельности ПВО в течение 2 лет подряд.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Согласны ли вы с предлагаемыми требованиями к ПВО? Насколько они обеспечат повышение качества деятельности ПВО?
2. Необходимо ли наличие у ПВО лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг?
3. Какие дополнительные требования должны быть установлены для включения лица в список ПВО?

2.2. Недопустимость конфликта интересов в деятельности ПВО



ПРОБЛЕМА

ПВО должен действовать добросовестно в интересах владельцев облигаций соответствующего выпуска, то есть при отсутствии конфликта интересов между интересами сообщества владельцев облигаций и собственными интересами.

Согласно существующему регулированию, лицами, действующими в качестве ПВО, не могут быть определены (избраны):

- эмитент облигаций, контролирующие его лица или подконтрольные ему лица;
- лицо, предоставившее обеспечение по облигациям эмитента, контролирующие его или подконтрольные ему лица;
- организатор выпуска облигаций, контролирующие его или подконтрольные ему лица (за исключением случаев, если такой представитель избран ОСВО или определен эмитентом с согласия ОСВО);
- юридическое лицо, в котором вышеназванные лица прямо или косвенно, самостоятельно или совместно с подконтрольными им организациями имеют право распоряжаться более 50% голосов в высшем органе этого юридического лица;
- юридическое лицо, у которого имеется иной конфликт интересов, препятствующий надлежащему исполнению обязанностей ПВО.

Представляется, что указанная норма нуждается в изменениях, в том числе в отношении пересмотра понятий контролирующего и подконтрольного лица в силу проблемы их узкой трактовки в целях недопущения возникновения конфликта интересов.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

В международной практике можно выделить два основных подхода к управлению конфликтом интересов в деятельности ПВО. Один подход не вводит широкого перечня прямых запретов на наличие конфликта интереса, но акцентирует внимание на раскрытии информации о нем (Германия) и устранении конфликта интересов (США). Другой подход основан на установлении ограничений при выборе ПВО (Франция, Италия).

Врезка 2. Управление конфликтом интересов в международной практике

В Германии преимущественно действует информационная модель. В качестве ПВО не могут быть выбраны эмитент, работник эмитента, а также лицо, связанное с эмитентом, его работником. В остальных случаях при условии полного раскрытия информации о конфликте интересов в качестве ПВО на ОСВО могут быть избраны любые лица. Эмитент обязан раскрыть информацию перед кредиторами, если ПВО владеет 20% долей (акций) в уставном капитале эмитента или связанного с ним лица; является кредитором эмитента или связанного с ним лица в размере 20% от выпуска облигаций; является лицом, которое находится под их значительным влиянием. Информация должна быть надлежащим образом раскрыта перед владельцами облигаций при избрании ПВО. Если ПВО назначается при размещении облигаций, то информирование осуществляется при раскрытии условий эмиссии.

Во Франции, Италии устанавливается круг лиц, которые не могут выполнять функции ПВО, в том числе: владельцы облигаций; аффилированные лица; лица, которые прямо или косвенно владеют более 10% капитала эмитента либо чьим капиталом эмитент владеет в размере более 10%; лица, предоставившие обеспечение по облигациям.

В США trustee при наличии конфликта интересов должен устранить его в течение 90 дней или прекратить осуществление своих полномочий. При этом конфликт интересов имеется, если по облигациям наступил дефолт и trustee является trustee по другому договору, по которому в обращении находятся иные ценные бумаги того же эмитента; выступает андеррайтером эмитента; прямо или косвенно контролирует эмитента или находится под его контролем; является существенным кредитором эмитента.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России предлагает дополнить перечень лиц, которые не могут быть определены в качестве ПВО, лицами, которые являются аффилированными (фактически аффилированными) с эмитентом и лицом, предоставившим обеспечение по облигациям. При этом предлагается сохранить действующую формулировку о недопустимости определения в качестве ПВО лица, которое имеет «иной конфликт интересов». Среди таких лиц эмитент в качестве ПВО, в частности, не может определить кредитора, который в силу существенности своего права требования может оказать значительное влияние на эмитента.

Для обеспечения достаточного уровня гибкости при выборе ПВО для владельцев облигаций необходимо предусмотреть возможность на ОСВО избрать любого ПВО (за исключением эмитента, лица, предоставившего обеспечение по облигациям, и аффилированных с ними лиц) при условии предварительного и полного раскрытия информации о потенциальном конфликте интересов.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Согласны ли вы с предложенными дополнительными ограничениями по выбору ПВО?
2. Каким должен быть перечень лиц, которые не могут быть определены ПВО ввиду наличия конфликта интересов?
3. Следует ли установить закрытый перечень ограничений для ПВО или управлять конфликтом интересов путем раскрытия информации о его наличии?

2.3. Перечень случаев обязательного определения ПВО



ПРОБЛЕМА

В действующем законодательстве ПВО подлежит определению лишь по тем выпускам облигаций, по которым предусмотрено обеспечение исполнения обязательств. Между тем необходимость назначения ПВО возникает в существенно более широком круге ситуаций и не должна быть ограничена только случаями наличия обеспечения.

Эмитенты редко добровольно определяют ПВО. Из-за этого возникает ситуация, при которой у владельцев облигаций отсутствует представитель в случае неисполнения обязательств, что приводит к нарушению и недостаточной защищенности их прав.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Отдельные требования, расширяющие случаи обязательного определения ПВО, установлены Правилами листинга ПАО Московская Биржа. В соответствии с Правилами листинга ПВО обязателен для выпусков, включаемых в третий котировальный список. На иных торговых площадках аналогичное требование отсутствует.

В международной практике не выработан единый подход к тому, является ли определение ПВО обязательным.

Врезка 3. Случаи обязательного определения ПВО в международной практике

В Германии, Франции, Италии, Швейцарии и Великобритании определение ПВО не является обязательным: проспект может быть зарегистрирован, а ценные бумаги могут быть размещены и обращаться при отсутствии ПВО.

В США общее правило для публично размещаемых долговых ценных бумаг состоит в том, что назначение trustee является обязательным. Аналогично для публичного размещения корпоративных облигаций в Китае требуется определение ПВО.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Представляется, что при высокой дисперсности владения облигациями в России необходимо **расширить перечень случаев, когда для размещения ценных бумаг обязательно назначение ПВО.**



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Следует ли расширять случаи обязательного определения эмитентом ПВО?
2. По какому критерию следует расширять случаи обязательного определения ПВО?

2.4. Финансирование деятельности ПВО



ПРОБЛЕМА

Одной из проблем функционирования ПВО является вопрос финансирования его деятельности. На практике в соответствии с решением о выпуске облигаций расходы на ПВО могут возлагаться на эмитента или на владельцев облигаций.

Многие ПВО не обладают достаточным объемом денежных средств для надлежащей защиты прав и законных интересов владельцев облигаций. Ситуацию осложняет тот факт, что дефолт может наступить одновременно по нескольким выпускам, которые ведет ПВО, и расходы на ведение судебных дел могут оказаться существенными.

При наступлении дефолта эмитент зачастую не предоставляет средств на управление долгом, а ПВО вынужден самостоятельно финансировать соответствующие расходы, в том числе на обращение в суд за защитой прав владельцев облигаций. Значительную часть таких расходов составляет уплата государственной пошлины. Например, в выпусках более 2 млрд рублей государственная пошлина составляет 10 млн рублей.

Совокупность данных условий приводит к ситуациям, когда в случае дефолта эмитента у ПВО не остается средств для управления долгом при бездействии эмитента (в том числе для проведения ОСВО).



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Международная практика не выработала единого подхода к способу финансирования деятельности ПВО. Применяются три основные модели финансирования ПВО:

- за счет эмитента (общества-должника), независимо от способа назначения (избрания) ПВО (Франция, Германия). Если эмитент и сообщество владельцев облигаций не смогут договориться о размере вознаграждения ПВО, то размер такого вознаграждения устанавливает суд;
- за счет сообщества владельцев облигаций (в частности, через создание соответствующего фонда) (Италия);
- в зависимости от того, каким образом был определен (избран) ПВО (Швейцария). Если ПВО назначается эмитентом, то он несет обязанность по компенсации расходов и уплате вознаграждения. Если же ПВО избирается на ОСВО, то ПВО вправе рассчитывать на денежные средства от удержания выплат эмитента в пользу владельцев облигаций.

Представляется, что подход, определяющий финансирование расходов ПВО за счет эмитента, наиболее соответствует экономической модели института ПВО как элемента инфраструктуры выпуска долговых ценных бумаг. Финансирование его деятельности должно быть встроено в стоимость привлечения капитала.

Перенос расходов на рассредоточенных владельцев облигаций неизбежно приводит к недофинансированию функций ПВО. Кроме того, ОСВО не обладает собственной имущественной массой, чтобы иметь возможность нести расходы на ПВО.



ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ИНИЦИАТИВЫ

Для преодоления сложившейся практики, при которой у ПВО фактически отсутствуют денежные средства для защиты прав владельцев облигаций, представляется необходимым изменить подход к финансированию деятельности ПВО.

Банк России предлагает возложить на эмитента расходы, связанные с деятельностью ПВО

(включая выплату вознаграждения, возмещение расходов на осуществление текущих функций, судебных расходов, расходов на представление интересов владельцев облигаций в деле о банкротстве эмитента, а также иных расходов, связанных с защитой прав владельцев облигаций).

Следует исходить из того, что ПВО, действуя добросовестно и разумно, обязан определять размер своего вознаграждения на уровне, который достаточен для эффективного исполнения функций (мониторинг ковенантов, коммуникация с держателями, подготовка и проведение ОСВО, переговоры о реструктуризации, судебное представительство).



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Каким образом должно осуществляться финансирование деятельности ПВО?
2. Какие статьи расходов ПВО должны обеспечиваться за счет эмитентов?

2.5. Обязанности ПВО по информированию владельцев облигаций



ПРОБЛЕМА

На данном этапе развития института ПВО сложилась ситуация, когда в обязанности ПВО по информированию владельцев облигаций фактически входит только дублирование информации, которую раскрывает эмитент. На практике есть лишь незначительное количество примеров, когда ПВО инициативно раскрывает дополнительные сведения, которые могут затрагивать права и интересы владельцев облигаций.

Вместе с тем надлежащее выполнение ПВО своих обязанностей по информированию возможно исключительно при наличии доступа ко всей необходимой информации. Действующее регулирование предоставляет ПВО право требовать от эмитента, его аудитора, оценщика, лица, предоставившего обеспечение по облигациям, предоставления информации, необходимой для осуществления функций ПВО. Но указанное право на данный момент является в определенной мере бессодержательным, поскольку действующее регулирование не устанавливает каких-либо санкций для эмитента и иных лиц в случае неисполнения требования ПВО.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Обязанности по информированию образуют ключевой блок обязанностей ПВО до дефолта эмитента. При этом мировая практика регулирования в целом редко устанавливает специальные нормы, прямо возлагающие на ПВО обязанность информировать владельцев облигаций о наступлении тех или иных обстоятельств. Обязанность информировать владельцев облигаций о нарушении ковенантов¹ или об ухудшении имущественного положения должника (эмитента) следует из общей обязанности ПВО действовать разумно в интересах всех владельцев облигаций соответствующего выпуска.

В значительном количестве стран (например, Германии, Франции, Италии, Швейцарии, США) законодательство содержит обязанность предоставлять всю необходимую информацию ПВО для исполнения им своих обязанностей перед сообществом владельцев облигаций. В отдельных юрисдикциях (США) эмитент должен предоставлять trustee ежегодные и иные обязательные отчеты даже при отсутствии соответствующего запроса.

Врезка 4. Информационные обязанности ПВО в международной практике

В Германии ПВО в силу закона обязан отчитываться перед владельцами облигаций о своей деятельности (отчет представителя по договору поручения). Обязанность информировать владельцев облигаций о нарушении ковенантов или об ухудшении имущественного положения должника (эмитента) обычно следует из общих норм о договоре поручения.

В Швейцарии ПВО должен информировать владельцев облигаций о полученной от эмитента (должника) информации при просрочке выплат, о решениях коллективных органов управления эмитента (должника).

В США регулирование предусматривает обязанности trustee предоставлять владельцам регулярные отчеты о своей деятельности и уведомлять о наступивших дефолтах.

¹ Наступление условия, в связи с которым владельцы облигаций вправе требовать их досрочного погашения.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России предлагает:

- конкретизировать обязанности ПВО по информированию владельцев облигаций и определить, что ПВО обязан сообщать владельцам облигаций обо всех обстоятельствах, которые могут существенно повлиять на их права и законные интересы, в том числе о следующем:
 - нарушение ковенантов;
 - предъявление существенных по размеру исковых требований к эмитенту;
 - наложение ареста на счета эмитента, в том числе блокировки счетов;
 - принятие арбитражным судом заявления о признании эмитента несостоятельным (банкротом);
- установить детальный перечень информации, которую эмитент и третьи лица обязаны предоставить ПВО по его запросу;
- закрепить в регулировании возможность ПВО обратиться с иском в арбитражный суд о понуждении к предоставлению необходимой информации² по аналогии с законодательством о хозяйственных обществах с учетом имеющихся разъяснений высшей судебной инстанции³.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Поддерживаете ли вы инициативу по конкретизации информационных обязанностей ПВО или на уровне законодательства следует сохранить общую формулировку, согласно которой ПВО обязан информировать обо всех обстоятельствах, которые могут повлечь нарушение прав и законных интересов владельцев облигаций?
2. Следует сократить или расширить предложенный перечень событий для возникновения обязанности ПВО по уведомлению владельцев облигаций?
3. Необходимо ли расширение прав ПВО на получение информации от эмитента, лица, предоставившего обеспечение, аудитора, оценщика и иных лиц, если такая информация важна для защиты прав владельцев облигаций?

² Статья 308.3 Гражданского кодекса Российской Федерации.

³ Обобщение судебной практики по корпоративным спорам о предоставлении информации хозяйственными обществами, утвержденное Президиумом Верховного Суда Российской Федерации 15.11.2023.

2.6. Обязанность по обращению с исковым заявлением в суд



ПРОБЛЕМА

Коллективное осуществление прав владельцев облигаций в условиях расширения их числа и их общей процессуальной пассивности имеет приоритет перед индивидуальной защитой. При этом возможность индивидуальной судебной защиты владельцев облигаций должна сохраняться.

Вместе с тем на практике индивидуальные иски владельцев облигаций носят единичный характер, а по некоторым выпускам облигаций, несмотря на наличие неисполненных обязательств эмитента, ни один владелец облигаций самостоятельно не обратился в суд.

Указанное обстоятельство дополнительно подтверждает значимость института ПВО как механизма преодоления процессуальной пассивности владельцев облигаций и обеспечения коллективной защиты их прав.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Наиболее эффективной представляется модель коллективной судебной защиты через ПВО.

В целом в сложившейся правоприменительной практике уже отмечаются случаи, когда ПВО обращается с требованием в суд в интересах владельцев облигаций, в том числе при отсутствии отдельного решения ОСВО. Указанные выводы подтверждаются практикой 2026 года. В ряде случаев ПВО реализовал предоставленные ему полномочия и обратился с исковым заявлением в суд в защиту прав владельцев облигаций.

Целесообразно закрепить в регулировании решения, которые уже применяются в российской практике и воспринимаются рынком как основной механизм защиты прав владельцев облигаций при нарушении обязательств эмитентом.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России считает целесообразным подтвердить в регулировании следующее:

- ПВО обязан подать исковое заявление в арбитражный суд при необходимости защиты прав владельцев облигаций;
- ПВО вправе обратиться с исковым заявлением при отсутствии соответствующего решения ОСВО;
- владельцы облигаций имеют право на индивидуальный иск по истечении определенного срока, но до момента подачи иска ПВО;
- при введении в отношении эмитента процедур, предусмотренных законодательством о несостоятельности (банкротстве), правом на заявление требований от имени владельцев облигаций обладает только ПВО.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Должно ли ПВО обладать полномочиями на обращение в арбитражный суд в интересах владельцев облигаций без необходимости принятия решения ОСВО?
2. Поддерживается ли право владельцев облигаций на индивидуальный иск по истечении определенного срока до момента подачи иска ПВО?

2.7. Ответственность ПВО



ПРОБЛЕМА

При ненадлежащем выполнении ПВО своих обязанностей перед владельцами облигаций он может быть привлечен к гражданско-правовой ответственности в виде возмещения убытков. Размер ответственности ПВО за убытки, причиненные владельцам облигаций в результате его действий (бездействия), может быть по договору ограничен 10-кратным размером годового вознаграждения.

С учетом того что в настоящее время годовое вознаграждение ПВО составляет незначительную сумму по сравнению с объемами выпусков облигаций, права и законные интересы владельцев облигаций в части возмещения причиненного ущерба могут быть существенно ограничены третьими лицами (ПВО и эмитентом).



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Ограничение ответственности ПВО в договоре с эмитентом может привести к существенному нарушению прав владельцев облигаций.

Мировая практика акцентирует внимание на модели ответственности ПВО перед владельцами облигаций как перед солидарными кредиторами, устанавливая возможность ограничения ее объема только на основании решения ОСВО.

Врезка 5. Ответственность ПВО в международной практике

В Германии законодательство указывает, что ПВО несет ответственность перед владельцами облигаций как перед солидарными кредиторами. При этом ответственность ПВО может быть ограничена только на основании решения ОСВО.

В США не допускается договорное ограничение ответственности ПВО. Ответственность может быть ограничена исключительно через сужение объема обязанностей и некоторых иных механизмов реализации ПВО полномочий (например, если какие-то полномочия ПВО осуществляет на основании решения третьих лиц).

Во Франции, Швейцарии, Италии, Великобритании в отношении ПВО действуют общие правила обязательственного права. Ответственность ПВО может быть ограничена на основании договора, но не допускается ограничение ответственности за умышленное нарушение обязательства.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России предлагает:

- исключить возможность ограничения размера ответственности ПВО на основании договора с эмитентом;
- определить, что ответственность ПВО может быть ограничена только решением ОСВО.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Считаете ли вы эффективными указанные инициативы?
2. С какими рисками может быть связана их реализация?

3. НАСТРОЙКА ЗАЩИТНЫХ МЕХАНИЗМОВ ОСВО

3.1. Принцип равного отношения к владельцам облигаций



ПРОБЛЕМА

Принцип равного отношения к владельцам ценных бумаг одного выпуска является фундаментальным для регулирования в том числе облигационных правоотношений. Этот принцип предполагает недопустимость дифференцированного отношения к разным владельцам облигаций внутри одного выпуска.

На практике возникают различные проблемы, связанные с применением этого принципа.

Классическим примером нарушения этого принципа является ситуация предоставления различных имущественных благ владельцам облигаций в зависимости от их голосования на ОСВО. В частности, некоторые эмитенты при проведении ОСВО предусматривают, что часть владельцев облигаций, проголосовавших за проведение реструктуризации, получают больший процентный доход. Это приводит к тому, что в рамках одного выпуска облигаций создается несколько классов владельцев облигаций.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Решением этой проблемы может стать законодательное закрепление принципа равного отношения к владельцам облигаций, а также установление отдельных запретов при проведении ОСВО.

Любое решение, которое противоречит принципу равного отношения к владельцам облигаций (например, устанавливает дополнительные права или обязанности для отдельного класса владельцев облигаций без надлежащего основания; приводит к неравной конвертации облигаций в акции), может быть признано недействительным.

В частности, по аналогии с правовыми порядками зарубежных стран (Германия, Швейцария) должен быть введен запрет устанавливать премию только для тех владельцев облигаций, которые проголосуют за осуществление реструктуризации.

При этом эмитент, например, не лишен возможности предложить замещение ранее выпущенных облигаций новыми и установить премию для согласившихся владельцев облигаций, создав при этом 2 разных правоотношения.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России для устранения указанных проблем предлагает дополнить регулирование следующими положениями:

- эмитент обязан обеспечивать равное отношение ко всем владельцам облигаций одного выпуска;

- на ОСВО не может быть принято решение, согласно которому отдельные владельцы облигаций будут поставлены в лучшее положение по сравнению с иными владельцами облигаций того же выпуска (за исключением наличия прямо выраженного согласия таких владельцев облигаций на ухудшение своего положения);
- на ОСВО не допускается принятия решения, согласно которому размер имущественного предоставления в пользу владельца облигаций зависит от того, как проголосует владелец облигаций.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Следует ли рассматривать предоставление выплат или иных имущественных преимуществ, зависящих от принимаемого владельцем облигаций решения на ОСВО, как недопустимое нарушение?
2. Позволит ли установление принципа равного отношения к владельцам облигаций одного выпуска повысить защиту прав владельцев облигаций?
3. Какие иные меры могут обеспечить снижение числа недобросовестных практик?

3.2. Ограничение голосования при наличии конфликта интересов



ПРОБЛЕМА

Одной из проблем функционирования ОСВО является участие в голосовании лиц, у которых возникает конфликт интересов с интересами сообщества владельцев облигаций.

Рациональный владелец облигаций должен голосовать на ОСВО в зависимости от повышения вероятности возврата денежных средств в результате реструктуризации. Вместе с этим на практике некоторые владельцы облигаций могут принимать решение о голосовании в условиях конфликта интересов между собственными интересами и интересами сообщества владельцев облигаций как кредиторов и (или) при наличии аффилированности с эмитентом.

Так, например, владелец облигаций может голосовать за проведение реструктуризации, принимая во внимание тот факт, что это повышает вероятность исполнения обязательства перед ним в ином правоотношении (например, по договору займа). Он также может голосовать не с целью возврата вложенных денежных средств, а для защиты эмитента путем проведения реструктуризации и списания долга.

Действующее регулирование не содержит четких ограничений на участие в голосовании аффилированных с эмитентом лиц. При участии в голосовании не учитываются только голоса эмитента облигаций, контролирующих его лиц, подконтрольных ему организаций, подконтрольных контролирующему лицу лиц. Очевидно, что могут существовать аффилированные с эмитентом юридические лица, которые не соответствуют указанным критериям, и, следовательно, могут принимать участие в ОСВО и голосовать исключительно в интересах эмитента.

Может сложиться ситуация, при которой эмитент скупает необходимое количество облигаций на аффилированное лицо, а впоследствии голосует за фактическое списание долга (путем рассрочки возврата номинальной стоимости на десятки лет с одновременным отсутствием процентного дохода). Указанное по сути искажает истинное волеизъявление владельцев облигаций, которые никогда бы не приняли решение о невыгодной реструктуризации облигационной задолженности.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Решению одной из проблем может способствовать установление обязанности каждого владельца облигаций не действовать во вред сообществу кредиторов (владельцев облигаций). Обоснование подобного решения может следовать как из наличия обязанности действовать в общих интересах внутри товарищества владельцев облигаций (по аналогии с товариществом, возникающим между участниками хозяйственных обществ), так и из общего правила о недопустимости причинения вреда чужим имущественным интересам.

Основное внимание в таких случаях необходимо уделять владельцам облигаций, обладающим значительным пакетом ценных бумаг (не менее 25%), поскольку они своим голосом могут заблокировать решение о реструктуризации или, наоборот, повлиять на изменения условий облигационного займа.

В частности, если крупный владелец облигаций одновременно является кредитором эмитента, то на него может быть возложена обязанность раскрыть мотивы голосования определенным образом. В противном случае осуществление голосования может быть признано направленным на причинение вреда сообществу владельцев облигаций, а ОСВО, как следствие, может быть признано недействительным.

В отношении аффилированности владельцев облигаций мировая практика сформировала подходы, учитывающие аффилированность с эмитентом владельцев облигаций при голосовании, закрепив их в законодательстве (Германия, США, Италия) или в эмиссионной документации (Великобритания). Предусматривается, что лицо не обладает правом голоса, если облигации принадлежат самому эмитенту (должнику) или аффилированным с ним лицам.

Возможность оспаривания решений собраний при причинении вреда гражданско-правовому сообществу в случае отсутствия разумных мотивов соответствующего поведения подтверждается существующей судебной практикой¹.

Врезка 6. Международная практика реализации фидуциарных обязанностей владельцев облигаций

В Великобритании в судебной практике было выработано правило, согласно которому владелец облигаций должен осуществлять свои права добросовестно, не допускается злоупотребление большинством (fraud on the minority).

В США суд может не учитывать голос конкретного кредитора, если голосование было проведено недобросовестно. При этом само по себе голосование в собственном интересе не признается недобросовестным – необходимо установление цели причинения вреда сообществу владельцев облигаций.

В Германии, Франции, Швейцарии и Италии закрепление фидуциарных обязанностей владельца облигаций перед другими владельцами отсутствует. В доктрине, как правило, указывается, что каждый владелец облигаций имеет полное право действовать в своих интересах, защита меньшинства происходит через установленные законом правила (например, недопустимость создания различных классов владельцев облигаций в рамках одного выпуска) и судебный контроль осуществленной реструктуризации.

При определении требуемого большинства голосов не учитываются облигации, которые находятся в собственности самого должника (эмитента) или контролируемых им лиц (США, Германия).



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Для устранения выявленных проблем **Банк России предлагает:**

- установить обязанность владельца облигаций не действовать с намерением причинить вред сообществу кредиторов;
- не учитывать при принятии решения на ОСВО голоса эмитента и аффилированных с ним лиц.

¹ Пункт 109 постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 23.06.2025 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации»; определения Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 03.06.2026 № 301-ЭС26-1201, от 02.09.2025 № 306-ЭС24-21253.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Является ли действующее регулирование, ограничивающее участие в голосовании контролирующих и подконтрольных лиц, достаточным для предотвращения конфликта интересов при принятии решений ОСВО?
2. Следует ли расширить круг лиц, не имеющих права участвовать в голосовании на ОСВО, за счет включения в него аффилированных лиц?
3. Какие иные механизмы представляются наиболее эффективными?

3.3. Компетенция ОСВО



ПРОБЛЕМА

В общем виде компетенция ОСВО сводится к возможности принятия следующих решений:

- об изменении условий облигационного займа (изменении размера процентного дохода, переносе сроков выплаты процентного дохода, переносе срока погашения номинальной стоимости и так далее);
- о заключении соглашений в отношении уже неисполненных эмитентом (должником) обязательств (например, соглашение о новации, предоставлении отступного);
- о прекращении полномочий действующего ПВО, избрании нового ПВО;
- о даче ПВО указания по обращению с исковым заявлением в суд.

Представляется, что российское регулирование компетенции ОСВО не нуждается в существенных корректировках. Вместе с тем есть ряд вопросов, требующих уточнения.

Во-первых, практические сложности возникают при применении норм о праве ОСВО принять решение об отказе от права на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций и (или) лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе с требованием о признании указанных лиц банкротами¹, а также об осуществлении (реализации) права на обращение в суд с вышеуказанными требованиями².

Кроме того, необходимо принимать во внимание нормы АПК РФ о недопустимости отказа от права на обращение в суд (часть 3 статьи 4 АПК РФ).

Во-вторых, в правоприменительной практике зачастую встает вопрос о возможности заключения ПВО мирового соглашения с эмитентом без соответствующего решения ОСВО. С одной стороны, полномочие ПВО по подписанию мирового соглашения в настоящее время прямо закреплено в Законе о рынке ценных бумаг³. С другой стороны, мировое соглашение представляет собой гражданско-правовую сделку, заключаемую в особой процессуальной форме, из чего следует необходимость одобрения такого соглашения в том же порядке, который предусмотрен для одобрения реструктуризации.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

В отношении решения ОСВО о нереализации права на обращение в суд установление предельной продолжительности срока действия такого ограничения, с одной стороны, не приводит к существенному ограничению прав владельцев облигаций, а с другой стороны, позволит создать для эмитента на разумный срок правовую определенность в части непредъявления исковых требований, необходимую для формирования условий реструктуризации и проведения ОСВО.

Дополнение компетенции ОСВО вопросом о заключении мирового соглашения и утверждения основных условий такого соглашения позволит не допустить нарушения прав владельцев облигаций путем заключения мирового соглашения в суде на невыгодных для владельцев облигаций условиях.

¹ Подпункт 5 пункта 1 статьи 29.7 Закона о рынке ценных бумаг.

² Подпункт 7.1 пункта 1 статьи 29.7 Закона о рынке ценных бумаг.

³ Пункт 9 статьи 29.1 Закона о рынке ценных бумаг.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России считает целесообразным в отношении компетенции ОСВО:

- предусмотреть норму о праве ОСВО принять решение о нереализации (неосуществлении) права на обращение в суд в течение определенного срока либо о реализации (осуществлении) права на обращение в суд по истечении определенного срока;
- дополнить компетенцию ОСВО вопросом о заключении мирового соглашения и утверждения основных условий такого соглашения.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. На какой срок допустимо принятие ОСВО решения о нереализации права на обращение в суд без нарушения прав владельцев облигаций и требуется ли установление критериев предельной продолжительности такого срока?
2. Есть ли иные направления совершенствования вопросов компетенции ОСВО?

3.4. Пределы действия решений ОСВО на права владельцев облигаций



ПРОБЛЕМА

В соответствии с пунктом 1 статьи 29.7 Закона о рынке ценных бумаг на ОСВО не могут быть приняты решения, которые не указаны в законе или решении о выпуске облигаций. Следовательно, на ОСВО не могут быть приняты решения, которые не указаны в законе или решении о выпуске облигаций. Решение, которое распространяется на права и обязанности владельцев облигаций, в отсутствие соответствующей компетенции является ничтожным.

При этом свобода договора при расширении компетенции ОСВО также не может быть безграничной. В связи с этим важно определить пределы влияния решений сообщества владельцев облигаций на права и обязанности владельцев облигаций, а также возможность ОСВО ограничивать права владельцев облигаций.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

В части пределов свободы договора в отношении установления компетенции ОСВО следует исходить из того, что она может касаться только тех прав и обязанностей владельцев облигаций, которые следуют из эмиссионной документации. В связи с этим на ОСВО, например, не может быть принято решение об отказе от акцепта внеэмиссионной оферты.

Аналогично, если владелец облигаций уже осуществил акцепт внеэмиссионной оферты эмитента (или третьего лица), то между ним и эмитентом (или третьим лицом) уже возник договор купли-продажи, из которого следуют взаимные права и обязанности. Распоряжение указанными правами (отказ от них или ограничение) не может осуществляться на ОСВО.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России считает целесообразным установить следующее:

- определить, что решения ОСВО могут распространяться только на те права и обязанности владельцев облигаций, которые закреплены в эмиссионной документации.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Насколько эти инициативы позволят решить проблемы объема компетенции ОСВО?

3.5. Принятие решений на ОСВО: кворум и большинство



ПРОБЛЕМА

Российское регулирование ОСВО сталкивается с фундаментальной проблемой: требование квалифицированного большинства голосов для принятия ключевых решений крайне осложняет эффективное функционирование института. По действующему законодательству для большинства существенных вопросов необходимо набрать 3/4 голосов всех владельцев облигаций, имеющих право участвовать в собрании. При этом необходимое большинство отсчитывается от общего количества всех владельцев облигаций, а не от фактически участвующих в голосовании.

Такая конструкция создает практически непреодолимые препятствия для принятия решений в условиях высокой дисперсности облигационных займов. Современные выпуски облигаций нередко имеют сотни или тысячи владельцев, значительная часть которых представлена розничными инвесторами. Обеспечение участия 75% от общего числа владельцев облигаций становится крайне сложной задачей даже при использовании современных технологий электронного голосования.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Российское акционерное законодательство уже содержит эффективный механизм решения аналогичной проблемы. Для обеспечения работоспособности общих собраний акционеров введен институт кворума с механизмом поэтапного снижения. Если для первого собрания требуется участие более 50% голосующих акций, то для повторного собрания кворум сокращается до 30%.

Из представленной таблицы становится очевидно, что современное российское регулирование устанавливает самый высокий порог для принятия решения о реструктуризации (за исключением США) – 75% от общего числа владельцев облигаций.

Врезка 7. Кворум и необходимое количество голосов для принятия решений на ОСВО¹

Страна	Необходимое количество голосов	Кворум
Германия	75%	Первое собрание – 50%, второе собрание – 25%
Франция	2/3	Первое собрание – 20%, второе собрание – 0%
Италия	50%	Отсутствует
Швейцария	2/3	Отсутствует
Великобритания	—*	—*
США	100%	Отсутствует

* Устанавливается договором, эмиссионной документацией.

¹ В Германии и Франции установленный порог большинства рассчитывается исходя из голосов, участвующих в принятии решения, тогда как в Италии, Швейцарии и США – исходя из общего количества голосов владельцев облигаций соответствующего выпуска.

Описанная проблема может быть решена путем введения в российское законодательство кворума для принятия решений ОСВО. В таком случае процент проголосовавших будет считаться не от общего количества облигаций, а от количества проголосовавших участников сообщества. При условии введения и возможности снижения кворума представляется возможным сохранить действующее требование о необходимости получения квалифицированного большинства в размере 75%.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Целесообразным представляется установить следующие условия:

- на первом ОСВО кворум для признания собрания правомочным будет составлять 75%, то есть решение о реструктуризации может быть принято 75% от 75% голосов владельцев облигаций (примерно 56% голосов от общего количества);
- если кворум на первом ОСВО не будет обеспечен, эмитент сможет провести повторное ОСВО, где кворум будет составлять 50% (решение о реструктуризации может быть принято 37,5% голосов от общего числа голосов).

Такое решение будет стимулировать владельцев облигаций голосовать на ОСВО, поскольку при отсутствии голоса решение о реструктуризации может быть принято фактически активным меньшинством.

Предлагаемая система поэтапного снижения кворума обеспечит баланс между эффективностью принятия решений и защитой прав владельцев облигаций, создавая при этом правильные стимулы для использования института ПВО.



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Какое количество голосов необходимо для принятия решений ОСВО?
2. Какой кворум должен быть установлен для принятия решений ОСВО?
3. Необходим ли механизм снижения кворума при повторном проведении ОСВО, если первоначальное собрание не состоялось? Если такой механизм необходим, при каких условиях он должен применяться и должен ли при снижении кворума сохраняться повышенный порог голосов, необходимый для принятия решения?

3.6. Проведение реструктуризации и ее ограничения



ПРОБЛЕМА

Реструктуризация облигационных займов – один из наиболее критических моментов во взаимоотношениях между эмитентом и владельцами облигаций. При этом российское регулирование содержит пробелы в части требований к раскрытию информации при предложении реструктуризации и не устанавливает достаточных ограничений для злоупотреблений со стороны эмитентов. Это создает информационную асимметрию между эмитентом и владельцами облигаций, в особенности розничными.

Рост числа дефолтов актуализирует проблему качества процедур реструктуризации. Практика показывает, что эмитенты могут предлагать владельцам облигаций условия реструктуризации, которые существенно отличаются от условий, предоставляемых другим кредиторам, или не предлагают альтернативные финансовые модели, которые могли бы обсуждаться среди сообщества владельцев облигаций.



СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПОДХОДЫ К РЕШЕНИЮ

Мировая практика демонстрирует повышенное внимание к процедурам проблемного обмена (distressed exchange) и внесудебным процедурам урегулирования задолженности. Механизмы реструктуризации должны обеспечивать баланс между эффективностью урегулирования и защитой прав кредиторов. Ключевыми элементами эффективного регулирования являются:

- полное раскрытие информации о финансовом состоянии эмитента и причинах реструктуризации;
- сопоставимость условий реструктуризации для различных групп кредиторов;
- независимая оценка предлагаемых условий для информированного принятия решений кредиторами.



ПРЕДЛАГАЕМАЯ ИНИЦИАТИВА

Банк России полагает целесообразным:

- установить требования для эмитентов о раскрытии информации об условиях реструктуризации облигационного займа (обосновании избранных параметров, использованные финансовые показатели и так далее).



ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Следует ли в регулировании устанавливать единые требования к раскрытию информации при реструктуризации облигационных займов?
2. Необходимо ли при раскрытии информации описывать последствия реструктуризации для инвесторов и сопоставлять условия реструктуризации с другими обязательствами эмитента?