

НОЯБРЬ 2020 ГОДА

LECAP.

Новые правила бондовой реструктуризации: предложения Банка России и наша реакция



В июле 2020 года Банк России опубликовал [доклад «О концептуальных подходах к регулированию вопросов обеспечения прав владельцев облигаций»](#) (далее – «**Доклад**»), в котором изложил свое видение необходимых реформ в сфере регулирования реструктуризации облигационных займов, общих собраний владельцев облигаций (ОСВО) и института представителя владельцев облигаций (ПВО).

Полагаем, что совершенствование существующих институтов крайне актуально в условиях экономического кризиса, активного появления новых эмитентов в секторе высокодоходных облигаций (ВДО) и расширения участия физических лиц на облигационном рынке, в том числе рынке ВДО.

Тем не менее, некоторые предложения Банка России представляются нам спорными. С учетом нашего опыта по проведению реструктуризаций (как в качестве юридического консультанта, так и в качестве ПВО), считаем необходимым поделиться нашими мыслями.



Краткое содержание

1.

Ключевой проблемой в рамках облигационных реструктуризаций является голосование мажоритарных владельцев облигаций против интересов коллектива миноритарных облигационеров в связи с конфликтом интересов на стороне мажоритарного владельца. Самый частый пример такого конфликта – мажоритарий аффилирован с кредитором эмитента по кредитному договору и пытается обеспечить более выгодные условия реструктуризации по кредиту за счет худших условий реструктуризации для владельцев облигаций.

Ряд предложений по решению данной проблемы, отмеченных в Докладе, не могут быть позитивно восприняты, так как могут препятствовать проведению экономически оптимальных реструктуризаций во внесудебном порядке. К ним относится введение обязанности эмитента обеспечить равные условия реструктуризации для облигационеров и иных кредиторов, повышение доли голосов, владельцев облигаций, необходимых для утверждения реструктуризации до 90%.

На наш взгляд, оптимальным решением проблемы конфликта интересов является запрет владельцам облигаций, имеющим такой конфликт, голосовать по вопросу о реструктуризации.

2.

Мы поддерживаем предложения Доклада по более широкому информированию владельцев облигаций о положении эмитента в преддверии реструктуризации и ее предполагаемых условиях. Со своей стороны предлагаем обязать организаторов размещения предоставлять свои заключения об экономической обоснованности реструктуризации. Также предлагаем сделать обязательными предварительные онлайн-обсуждения условий реструктуризации с владельцами облигаций.

3.

Мы не поддерживаем предложения Доклада по введению обязанности ПВО подавать заявления в суд в краткие сроки после дефолта эмитента. Подача иска во многих случаях будет препятствовать переговорам о реструктуризации, кроме того у многих ПВО сейчас зачастую нет финансовых и кадровых ресурсов для эффективного ведения процесса.

Считаем, что ПВО будут более активно действовать в интересах владельцев облигаций и, в частности, обращаться в суд в случае разрешения проблемы с их источником финансирования и устранением из реестра ПВО с низкой квалификацией и плохой деловой репутацией.

Для решения проблемы расходов ПВО предлагаем ввести обязанность эмитентов выплачивать вознаграждение хотя бы за часть срока обращения облигаций авансом перед размещением облигаций.

Проблема, отмеченная в Докладе, связанная с немотивированным отказом ПВО от договора с эмитентом при наступлении дефолта, представляется важной, так как ПВО тем самым оставляют владельцев облигаций без защиты. Отказ ПВО от договора, по нашему мнению, может допускаться только по основаниям, предусмотренным законом: конфликт интересов, исключение из списка ПВО.

Комментарии к предложениям Доклада по обеспечению справедливости условий реструктуризации

В Докладе обсуждаются различные проблемы, связанные с процедурой реструктуризации и предлагается обсудить регуляторные решения таких проблем. Как представляется, предложения, описанные в разделах 1.1, 1.3, 1.4 и 5 Доклада, в действительности связаны с единой проблемой конфликта интересов между различными группами кредиторов и акционеров эмитента облигаций, которые обостряются при проведении реструктуризации.

Реструктуризация проводится, когда становится понятно, что у должника не хватит наличного имущества и будущих денежных потоков для исполнения обязательств перед своими кредиторами. Очевидно, что в условиях недостаточности имущества эмитента, различные группы кредиторов пытаются обеспечить для себя более выгодные условия исполнения обязательств по сравнению с другими группами. В частности, в результате конфликта интересов могут обогащаться:

- а) кредиторы по кредитным договорам за счет владельцев облигаций;
- б) владельцы облигаций одного выпуска за счет облигационеров по другому выпуску;
- в) акционеры эмитента за счет владельцев облигаций.

Если владельцы облигаций голосуют за проведение реструктуризации без конфликта интересов и на основании полной информации, то разумно предполагать, что они согласятся на условия реструктуризации, являющиеся экономически оптимальными в конкретной ситуации.

К нарушению экономической оптимальности при заключении соглашения о реструктуризации может приводить, в первую очередь, заинтересованность части владельцев облигаций в том, чтобы голосовать в интересах эмитента, его акционеров или иных групп кредиторов и против интересов коллектива облигационеров.

[Схема 1. Положение до реструктуризации — пример](#)

[Схема 2. Без реструктуризации](#)

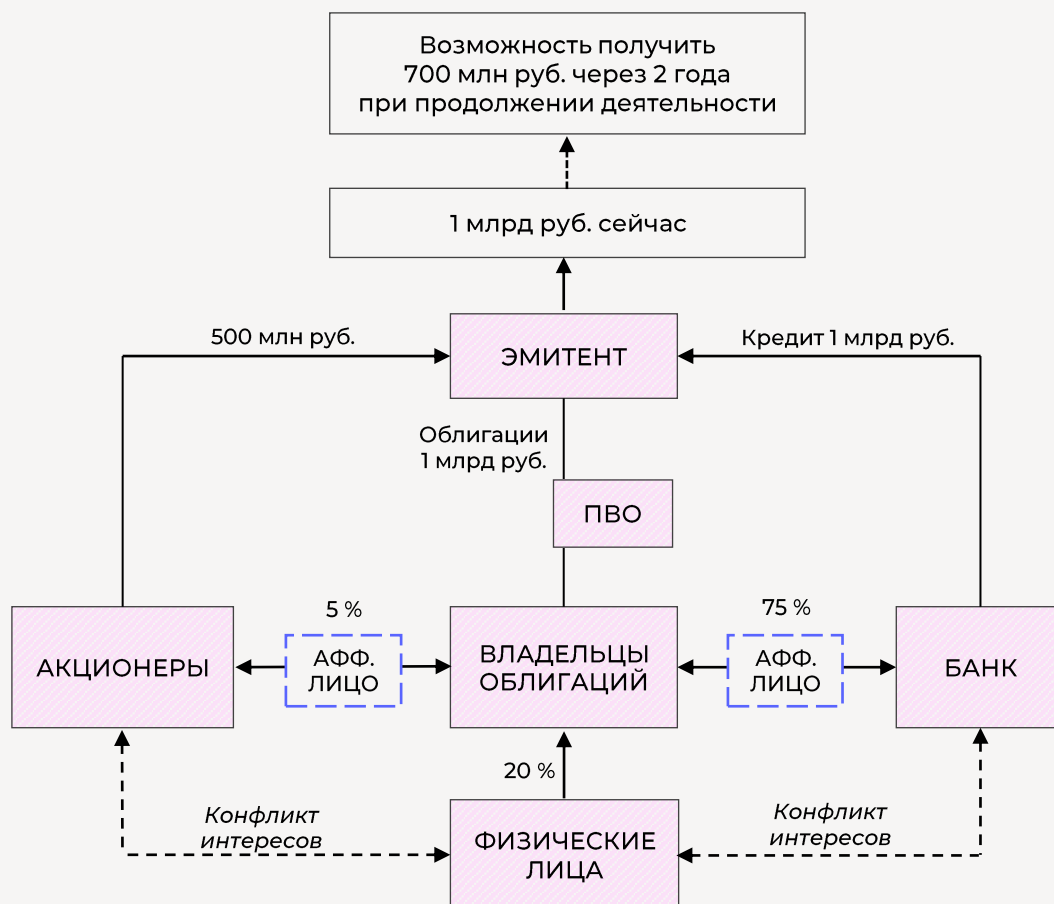
[Схема 3. «Конфликтная» реструктуризация](#)

[Схема 4. «Равная» реструктуризация](#)

[Сводная таблица: Общие комментарии к предложениям Доклада](#)



СХЕМА 1. ПОЛОЖЕНИЕ ДО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ — ПРИМЕР



Уже сейчас владельцы облигаций, аффилированные эмитентом, не вправе голосовать на общем ОСВО. Однако запрет голосовать на ОСВО не предусмотрен для владельцев облигаций, являющимися кредиторами эмитента, или связанными с ним, что может приводить к одобрению условий реструктуризации, не выгодных для коллектива облигационеров. Так, например, в ситуации, когда у эмитента имеется 1 млрд руб. денежных средств, владелец 75% облигаций на общую сумму 1 млрд руб., имеющий также кредит к эмитенту на сумму 1 млрд руб. (см. схему 1), может быть заинтересован

в реструктуризации, предусматривающей списание и (или) откладывание на длительный срок задолженности по облигациям, но не затрагивающей сумму кредита. Без такой реструктуризации он получал бы 875 млн руб. (500 млн руб. по кредиту и 75% от 500 млн руб. по облигациям; см. схему 2), а с учетом реструктуризации – 1 млрд руб. (см. схему 3). При этом если эмитент может в будущем оправиться от финансовых трудностей, то реструктуризация на равных условиях может быть экономически оправданной для всех сторон сделки (см. схему 4).

СХЕМА 2. БЕЗ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

ОБЩИЕ ПОТЕРИ:
1 500 МЛН РУБ.

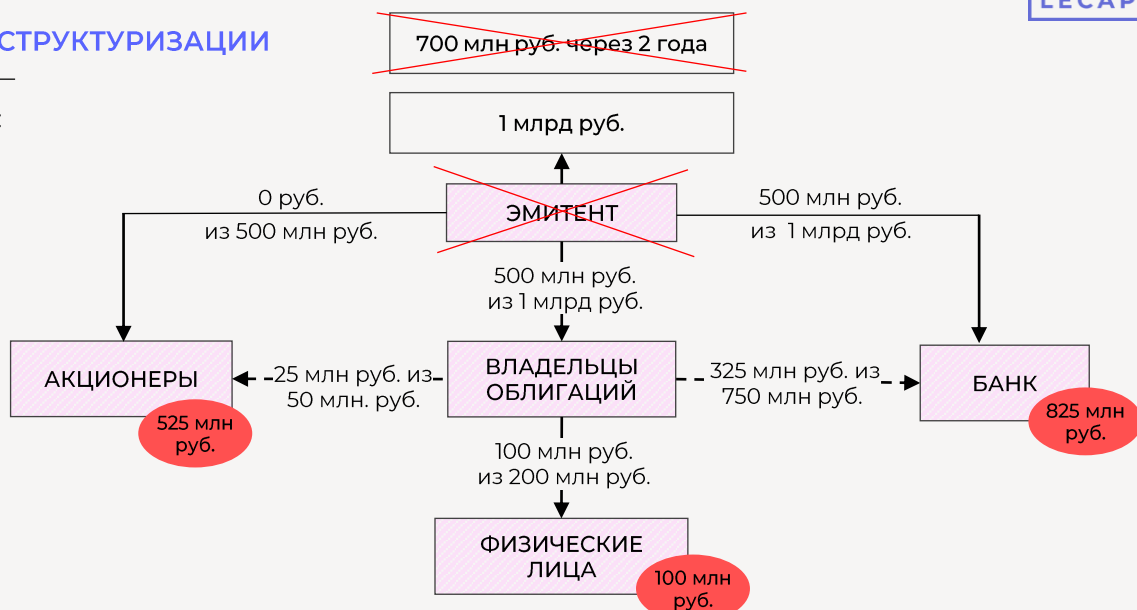


СХЕМА 3. «КОНФЛИКТНАЯ» РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ

ОБЩИЕ ПОТЕРИ:
800 МЛН РУБ.

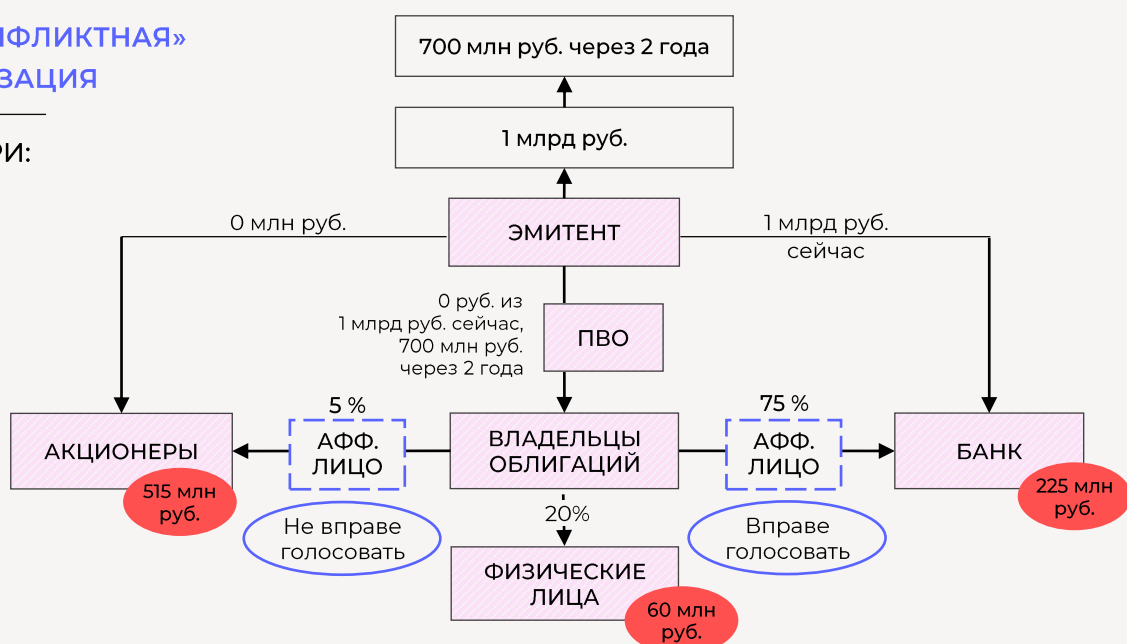
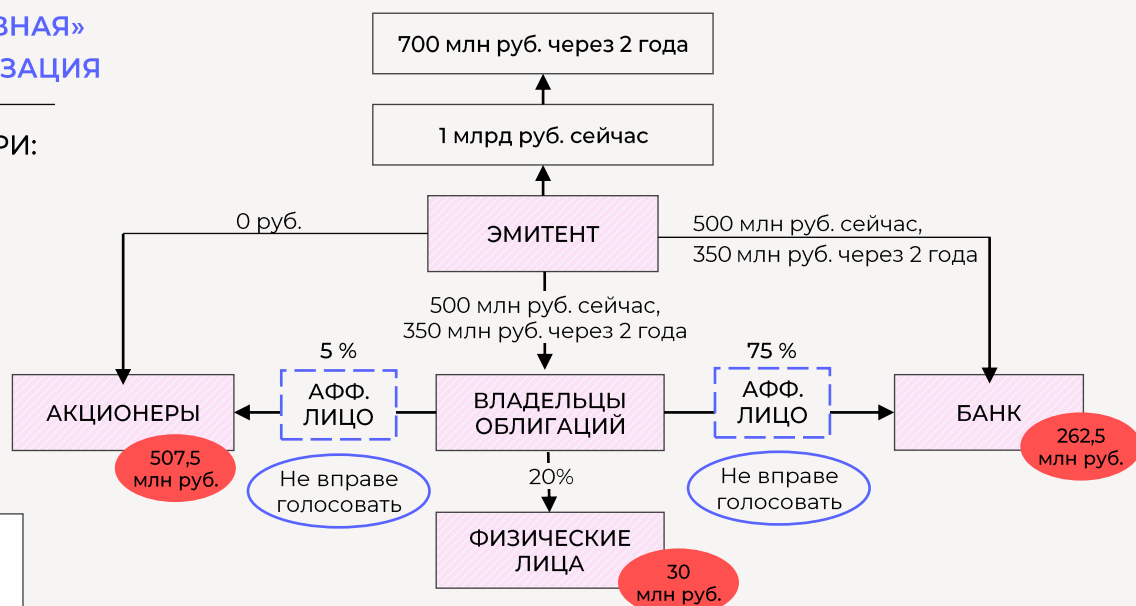


СХЕМА 4. «РАВНАЯ» РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ

ОБЩИЕ ПОТЕРИ:
800 МЛН РУБ.



УСЛОВНЫЕ
ОБОЗНАЧЕНИЯ:

Х руб. размер потерь

В Докладе Банк России предлагает широкий набор мер для решения данной проблемы. Попытка упорядочить данные меры дает следующую картину.

СВОДНАЯ ТАБЛИЦА: ОБЩИЕ КОММЕНТАРИИ К ПРЕДЛОЖЕНИЯМ ДОКЛАДА ПО ОБЕСПЕЧЕНИЮ СПРАВЕДЛИВОСТИ УСЛОВИЙ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ БАНКА РОССИИ В ДОКЛАДЕ	КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ	ПРИМЕР ИНОСТРАННОЙ ЮРИСДИКЦИИ	ПОЗИЦИЯ LECAP	
1. Обеспечение равенства условий реструктуризации для различных кредиторов	1.1. Обязанность эмитента обеспечить, чтобы условия реструктуризации по облигациям были не хуже условий для иных кредиторов по долговым обязательствам (пункт 1.1 Доклада).	Наличие такой обязанности дает возможность суду или регулятору пост-фактум проконтролировать, были ли условия реструктуризации равными, в случае, если на уже вступившее в силу соглашение о реструктуризации поступают жалобы (в научной терминологии – ex post контроль).	Нет аналогов	Мера нецелесообразна. При внесудебной реструктуризации равенство кредиторов недостижимо. Реструктуризация по облигациям часто происходит раньше и на принципиально других условиях, чем по долговым обязательствам. Условия реструктуризаций несравнимы.
	1.2. Утверждение единого соглашения о реструктуризации на равных условиях долгов перед всеми кредиторами судом (пункт 1.3 Доклада).	Такой механизм обеспечит контроль равенства условий реструктуризации «на берегу», до вступления в силу соглашения о реструктуризации (в научной терминологии – ex ante контроль).	США	Мера нецелесообразна. Данный механизм в России уже существует – это мировое соглашение (судебная реструктуризация) в банкротстве.
2. Исключение влияния владельцев облигаций с конфликтом интересов на решение о реструктуризации	2.1. Повышение доли голосов владельцев облигаций, необходимой для принятия решения о реструктуризации до 90 или 95% (пункт 1.4 и 5 Доклада).	Мера снизит вероятность принуждения большинством меньшинства владельцев облигаций.	Нет аналогов	Мера нецелесообразна. Мера сделает даже выгодную для всех владельцев реструктуризацию практически невозможной и подтолкнет к сепаратным соглашениям о реструктуризации.
	2.2. Запрет голосования владельцев облигаций, связанных с кредиторами эмитента или имеющих с иной конфликт интересов (пункт 1.4 Доклада).	Мера исключает негативное влияние конфликта интересов на результат голосования владельцев облигаций.	Великобритания, Германия	На наш взгляд, данная мера является оптимальной.

Предложения по введению норм, обеспечивающих контроль равенства прав кредиторов в рамках реструктуризации

1.1.1. ОБЯЗАННОСТЬ ЭМИТЕНТА ОБЕСПЕЧИТЬ, ЧТОБЫ ПРЕДЛАГАЕМЫЕ УСЛОВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПО ОБЛИГАЦИЯМ БЫЛИ НЕ ХУЖЕ УСЛОВИЙ, ПРЕДЛОЖЕННЫХ ЭМИТЕНТОМ ОБЛИГАЦИЙ ИНЫМ КРЕДИТОРАМ ПО ДОЛГОВЫМ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМ

Внесудебная реструктуризация долга по облигациям допускается по праву большинства стран, помимо США. В частности, такая реструктуризация допускается по праву Англии и Уэльса (в частности, данному праву подчинены иностранные еврооблигации практически всех российских компаний), Германии.

Внесудебная реструктуризация происходит в условиях, когда должник еще не допустил нарушение обязательств (дефолт) либо допустил нарушение обязательств лишь перед частью кредиторов. В этой связи она не может и не должна учитывать интересы всех кредиторов должника, не может обеспечить их равное положение. Обязательства перед нефинансовыми кредиторами (включая работников, поставщиков, налоговые обязательства перед государством) обычно не реструктуризируются вне процедуры банкротства¹. Более того, вне процедуры банкротства долговые обязательства перед кредиторами должника имеют различный срок исполнения, различную процентную ставку, различные условия о неустойках за просрочку задолженности и т.д. В этой связи при осуществлении внесудебной реструктуризации затруднительно, а во многих случаях — невозможно проконтролировать равенство условий реструктуризации между разными кредиторами.

Кроме того, введение ограничений по условиям реструктуризации по облигациям по сравнению с другими долговыми обязательствами эмитента существенно усложняют процесс реструктуризации и ограничивают стороны в выработке ее оптимальных условий по следующим причинам.

- А. При привлечении долгового финансирования изначально разные группы кредиторов предъявляют различные требования к структуре сделки, обеспеченности, срокам погашения. Так, банки при двухстороннем финансировании предпочитают обеспеченное финансирование с широким списком ограничений, поведенческих и финансовых ковенант и амортизационным графиком исполнения обязательств. Инвесторы на российском рынке облигаций выбирают необеспеченные выпуски облигаций и не требуют наличия ковенантного пакета. Риски инвесторов частично компенсируются за счет более высокой ликвидности облигаций, которая позволяет избавиться от долга при возникновении негативных новостей об эмитенте и вернуть хотя бы часть вложений.
- В. При проведении реструктуризации владельцы облигаций обычно готовы договариваться быстрее и ранее кредиторов-банков, при этом выбирая ускоренное исполнение обязательств по сравнению с другими кредиторами. При этом в российской практике даже при проведении реструктуризации владельцы облигаций не настаивают на ковенантах и обеспечении, таким образом их позиция в этом существенно отличается от кредиторов по кредитному договору.

¹ См. аналогичные соображения в работе World Bank. Out-of-Court Debt Restructuring. P. 13. URL: <https://siteresources.worldbank.org/INTLAWJUSTICE/Resources/OutOfCourtDebtRestructuringBeforeTypesetting.pdf>.

- C. Одним из преимуществ реструктуризации по облигациям на российском долговом рынке является скорость, с которой можно достичь договоренности с эмитентом и оформить ее. Это позволяет владельцам облигаций зачастую получить лучшие условия, чем кредиторам по кредитным и иным договорам, что очень нетрадиционно для зарубежной практики. Также достижение договоренности в оперативном режиме позволяет заемщику выйти из состояния дефолта и в спокойном режиме вести переговоры с кредиторами по кредитным договорам, которые могут длиться в течение многих месяцев или даже лет.
- D. Опираясь на зарубежный опыт реструктуризации, можно с уверенностью сказать, что необеспеченные кредиторы всегда получают худшие условия реструктуризации как с точки зрения графика погашения, так и обеспеченности их долга и ковенантного пакета.

1.1.2. ВВЕДЕНИЕ МЕХАНИЗМА ПРОВЕРКИ РАВЕНСТВА КРЕДИТОРОВ ПУТЕМ УТВЕРЖДЕНИЯ СОГЛАШЕНИЯ О РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ СУДОМ

В США с 1930-х гг. изменение срока погашения и процентной ставки по облигациям без согласия всех владельцев облигаций возможно только в рамках процедуры банкротства и при условии утверждения реструктуризации судом². Суд отказывает в утверждении реструктуризации, если ее условия предусматривают несправедливую дискриминацию кредиторов³. Кредиторы со сходным положением должны иметь сходные условия реструктуризации, хотя такие условия не обязательно должны быть одинаковыми. Данные правила обеспечивают среди прочего равные условия реструктуризации для владельцев облигаций и заемщиков по кредитам с такой же очередностью удовлетворения требований.

Они также призваны исключить недобросовестные действия владельца облигаций, направленные на улучшение условий реструктуризации кредитов за счет других владельцев облигаций.

В России решение о заключении мирового соглашения принимается простым большинством от общего числа голосов конкурсных кредиторов и уполномоченных органов⁴. Прекращение или уменьшение размера обязательств одного из кредиторов по мировому соглашению осуществляется только с согласия такого кредитора⁵. Соответственно прекращение или уменьшение размера обязательств по облигациям по мировому соглашению требует согласия ОСВО. Однако условие о скидке с долга в отношении всех лиц, на которых распространяется мировое соглашение, не требует согласия каждого из них и может утверждаться большинством голосов кредиторов⁶. При этом суд может отказать в утверждении мирового соглашения, если кредиторы в результате мирового соглашения получают существенно меньше того, что они получили бы в результате распределения конкурсной массы⁷. Таким образом, суд контролирует как формальное равенство прав кредиторов по мировому соглашению, так и может отслеживать очевидную несправедливость условий мирового соглашения.

⁴ П. 2 ст. 150 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)».

⁵ Абз. 2 п. 1 ст. 156 указанного закона.

⁶ См. п. 13 Информационного письма Президиума ВАС РФ от 20 декабря 2005 г. № 97.

⁷ См. п. 18 Информационного письма Президиума ВАС РФ от 20 декабря 2005 г. № 97. Данный пункт также содержит следующее указание: «поскольку в силу невозможности выработки единого мнения иным образом Законом предусматривается принуждение меньшинства кредиторов большинством, мировое соглашение в деле о банкротстве должно представлять разумный компромисс между интересами должника и всех его кредиторов и не может приводить к неоправданным отсрочкам в погашении обязательств перед кредиторами».

² Section 316(b) Trust Indenture Act.

³ § 1129 b(1) US Code.

Сходные правила о судебной реструктуризации в ходе процедуры банкротства действуют во многих других странах.

В то же время необходимо учитывать, что в процедуре банкротства срок исполнения обязательства всех кредиторов считается наступившим⁸, на сумму долга должника перед кредиторами начисляются одинаковые проценты⁹. В этой связи требуется провести сбор требований конкурсных кредиторов должника, (осуществляется в течение 30 календарных дней с даты опубликования сообщения о введении наблюдения), установление размера их требований, рассмотрение судом возражений должника против требований кредиторов¹⁰, привлечение к участию в банкротстве ФНС России по налоговой задолженности и т.д. В результате позиции кредиторов в ходе банкротства отличаются между собой только величиной требований, очередностью и наличием обеспечения, что позволяет исходить из презумпции одинаковых условий реструктуризации по мировому соглашению для всех необеспеченных кредиторов одной очереди.

Таким образом, «судебная» реструктуризация по мировому соглашению в ходе процедуры банкротства должна учитывать интересы всех конкурсных кредиторов, распространяться на всех из них и в этой связи требует их коллективного одобрения. В этой связи судебная реструктуризация занимает большее время и требует больших затрат, а также имеет ряд других недостатков по сравнению с внесудебной реструктуризацией¹¹.

При этом важно отметить, что Правительство России стремится оптимизировать и ускорить процесс судебной реструктуризации. Большой законопроект о реформе процедуры банкротства в этих целях был в марте подготовлен Минэкономразвития и готовится к рассмотрению Правительства для внесения в Государственную Думу¹². Таким образом, предложения Банка России по созданию механизма реструктуризации по модели «компромиссного соглашения» (пункт 1.3 Доклада), условия которого будут утверждаться судом и распространяться помимо владельцев облигаций, иных кредиторов должника фактически уже реализуются Правительством.

⁸ П. 3 ст. 63 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)».

⁹ П. 4 ст. 63 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)».

¹⁰ Ст. 71 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)».

¹¹ См. подробнее World Bank. Out-of-Court Debt Restructuring. URL: <https://siteresources.worldbank.org/INTLAWJUSTICE/Resources/OutOfCourtDebtRestructuringBeforeTypesetting.pdf> P. 15-19.

¹² ID Проекта 02/04/03-20/00100272, антикоррупционная экспертиза проекта завершена 15.07.2020. Текст проекта доступен на сайте: <https://regulation.gov.ru/projects#npa=100272>.

Предложения по контролю за процессом принятия решений о реструктуризации с тем, чтобы исключить влияние владельцев облигаций с конфликтом интересов на решение о реструктуризации

1.2.1. ПОВЫШЕНИЕ ДОЛИ ГОЛОСОВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЯ О РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

В Докладе предлагается повысить долю голосов на ОСВО для принятия решения о реструктуризации с 75 до 90% (в некоторых случаях – 95%) голосов участников ОСВО, если реструктуризация предусматривает: новацию, отступное, изменение порядка купонных выплат, снижение размера дохода, снижение дисконтированного денежного потока, отсрочку выплаты более чем на 2 года.

Если обратиться к зарубежной практике, можно отметить, что с точки зрения ряда американских теоретиков экономически оптимальной является ситуация, когда решение о реструктуризации может принимать простое большинство голосов. Это исключает недобросовестное обогащение меньшинства облигационеров за счет большинства и повышает вероятность соглашения об экономически оптимальной реструктуризации¹³. Однако на практике в условиях многих облигаций, выпускаемых по праву США и Великобритании, необходимое число голосов зачастую поднимается до 75%, что, вероятно, призвано устранить явные случаи злоупотреблений большинством своими полномочиями при реструктуризации. Аналогичные требования по числу голосов установлены в законодательстве Германии.

Нам представляется, что предложения по повышению необходимой доли голосов свыше 75% усложнит проведение многих реструктуризаций, в том числе по следующим причинам:

- а) Сбор 90 и, тем более, 95 процентов голосов владельцев облигаций может на практике быть крайне затруднен, если среди владельцев облигаций большое число физических лиц и иных неинституциональных инвесторов. Учитывая рост доли физических лиц на российском облигационном рынке, даже сбор 75% голосов может на практике оказаться достаточно сложной задачей.
- б) По сути, подобное увеличение вернет эмитентов к ситуации, которая существовала до 2014 г., когда реструктуризация проводилась вне установленных законодательством механизмов путем индивидуальных, а не коллективных договоренностей с инвесторами. Введение по сути заградительных требований к доле голосов может мотивировать эмитентов проводить реструктуризацию, обходя действующий законодательный механизм, например, путем достижения неформальных договоренностей с крупными инвесторами и вывода средства в их пользу через аффилированных лиц эмитента. Описанное может негативно отразиться как раз на миноритарных облигационерах, которых предложения Банка России, казалось бы, призваны защищать.
- в) Само по себе введение высоких требований к числу голосов, необходимых для принятия решения о реструктуризации, может повышать вероятность недобросовестного обогащения меньшинства облигационеров за счет большинства. Такие требования могут также приводить к срыву выгодной для обычных облигационеров реструктуризации из-за конфликта интересов или злоупотребления переговорными возможностями меньшинством владельцев облигаций. Так, например, если для принятия решения о реструктуризации требуются голоса владельцев 90% облигаций, то лицо,

¹³ См. подробнее W.W.Bratton, A.J. Levitin The new Bond Workouts // Faculty Scholarship at Penn Law. 1732. URL: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1732 P. 1605-1606.

обладающее 11% облигаций, может отказываться голосовать за выгодную реструктуризацию, если не получит дополнительное вознаграждение от эмитента или иных облигационеров. Такое лицо также может отказываться голосовать за выгодную реструктуризацию из-за того, что имеет конфликт интересов (например, имеет короткую позицию в акциях эмитента облигаций, которая принесет ему доход в случае падения их цены в результате недостижения соглашения о реструктуризации)¹⁴.

- d) Кроме того, даже в текущих условиях владельцы облигаций могут объединяться в группы и выступать «единым» фронтом перед эмитентом и привлеченным им агентом по реструктуризации, что может существенно улучшить переговорную позицию и важность интересов такой группы инвесторов при финализации условий реструктуризации.

1.2.2. ЛИШЕНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ, ЗАИНТЕРЕСОВАННЫХ В ГОЛОСОВАНИИ ПРОТИВ ИНТЕРЕСОВ КОЛЛЕКТИВА ОБЛИГАЦИОНЕРОВ, ПРАВА ГОЛОСА

В Англии и Германии не вправе голосовать на собрании как лицо, связанное отношениями контроля с эмитентом, так и лица, хотя не связанные такими отношениями с эмитентом, однако получающее скрытые преимущества в обмен на голосование. Например, в одном из английских прецедентов решение общего собрания было признано недействительным, так как за него голосовал крупный владелец облигаций в обмен на обещание разместить в его пользу акции должника. При этом суд сделал вывод, что решение большинства владельцев облигаций может связывать меньшинство таких владельцев, только если оно принято в интересах коллектива владельцев облигаций, а не индивидуальных владельцев¹⁵. В Германии комментаторы также допускают, что решение общего собрания может быть признано недействительным, если оно

принято не в интересах коллектива владельцев облигаций¹⁶. Как показывает пример зарубежных правопорядков, возможно установить правила, препятствующие голосованию на ОСВО владельцев облигаций, действующих под влиянием предложений эмитента о более выгодных условиях реструктуризации иных обязательств перед данными кредиторами.

В этой связи полагаем, что возможно ввести запрет голосования на ОСВО владельца облигаций, если он, или лица, связанные с ним отношениями контроля:

- являются кредиторами эмитента;
- получают какие-либо выгоды за голосование на ОСВО или принимающего обещание таких выгод¹⁷.

При этом полагаем, что для того, чтобы снизить вероятность недобросовестных реструктуризаций, важно создать механизм, позволяющий выявлять такого рода лиц перед проведением ОСВО и не допускать их к участию в голосовании. После принятия решения о реструктуризации ключевым способом защиты миноритарных владельцев будет являться иск о взыскании убытков к владельцам облигаций, голосовавшим не в интересах коллектива облигационеров, и к эмитенту, если он склонял отдельных владельцев облигаций голосовать не в интересах их коллектива. При этом введение «прямой» ответственности членов органов управления эмитента перед владельцами облигаций вне банкротства эмитента, установление которой предлагается в пункте 2 Доклада, представляется излишней. Решение ОСВО целесообразно признавать недействительным только в крайних случаях. Разумные ограничения по сроку обжалования решения ОСВО (3 месяца с момента, когда владелец узнал о нарушении при голосовании) и по основаниям обжалования (только при существенных нарушениях) предусмотрены законом¹⁸.

¹⁴ См. подробнее W.W.Bratton, A.J. Levitin The new Bond Workouts P. 1605-1606.

¹⁵ См. прецедентное решение по делу British American Nickel Corp v O'Brien Ltd [1927] AC 369 и комментарий в книге P. Wood. Law and practice of international finance. Sweet and Maxwell. 2008. P. 188-189.

¹⁶ A. Vogelmann, C. Halász German Bond Act 2009: key features, restructuring experiences and open questions. URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-532-4733?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-532-4733?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true).

¹⁷ Аналогичное положение содержится в пункте 3 параграфа 6 Германского закона об облигациях (Schuldverschreibungsgesetz).

¹⁸ П. 5 ст. 29.8 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», ст. 181.4 ГК РФ.

Предложения по повышению информированности владельцев облигаций

В целом мы поддерживаем содержащиеся в пунктах 1.2 и 2 Доклада о расширении перечня информации (материалов), предоставляемой инвесторам при подготовке к ОСВО:

- 1) отчет об использовании денежных средств, полученных эмитентом в результате размещения облигаций;
- 2) план реструктуризации с объяснением факторов, ставших ее причинами реструктуризации, предлагаемых эмитентом размера и срока выплат;
- 3) заключение квалифицированного независимого лица об экономической целесообразности реструктуризации.

Предлагаем обсудить дополнительные пути повышения информированности владельцев облигаций и качества коммуникации с ними.

2.1. ЗАКЛЮЧЕНИЕ ОРГАНИЗАТОРА РАЗМЕЩЕНИЯ

По нашему мнению, было бы уместно, чтобы обязанность по выдаче заключения об экономической целесообразности реструктуризации была возложена на организатора размещения облигаций. Это бы укрепило институт репутационной ответственности организатора за предлагаемые им бумаги. При этом стоимость заключения могла бы учитываться организатором в стоимости услуг по размещению облигаций, поскольку к моменту проведения реструктуризации у эмитента чаще всего не бывает средств для оплаты подобных услуг.

2.2. ОНЛАЙН – КОММУНИКАЦИЯ С ВЛАДЕЛЬЦАМИ ОБЛИГАЦИЙ

Представляется необходимым расширить перечень обязательной для раскрытия информации перед ОСВО. Учитывая, что ОСВО в настоящее время – это фактически просто процесс заочного голосования, не предполагающий обсуждения, необходимо ввести современные форматы раскрытия информации и обсуждения. Учитывая, что физические лица, часто инвестируют на всей территории России, общение с инвестиционным сообществом необходимо проводить в форме web-конференции. Целесообразным представляется даже создание специализированной электронной площадки для этих целей. При этом обязательно, чтобы в данном общении принял участие не только эмитент, но и банк-организатор размещения, агент по реструктуризации, ПВО, которые должны высказать свою точку зрения.

При этом полагаем, что обсуждение условий реструктуризации владельцами облигаций должно быть осуществлено до объявления повестки дня ОСВО, что позволило бы внести изменения в повестку дня и проекты решений. При этом можно было бы сократить срок на уведомление об ОСВО и сбор голосов владельцев облигаций.

Предложения по совершенствованию регулирования ПВО

3.1. ОБЯЗАННОСТЬ ПВО ПОДАТЬ ЗАЯВЛЕНИЕ В СУД

В пункте 4.2 Доклада предлагается обязать ПВО направлять соответствующее исковое заявление в суд в течение определенного срока (например, 15 дней) после наступления дефолта по облигациям.

С нашей точки зрения такое строго-формальное правило не поможет решить проблемы владельцев облигаций, так как:

- 1) уведомление об ОСВО делается минимум за 15 рабочих дней до его проведения, в результате ОСВО не может быть проведено в необходимый срок;
- 2) подача иска в суд может нарушить стратегию переговоров с эмитентом и снизить вероятность достижения выгодной договоренности по реструктуризации;
- 3) некачественная работа ПВО в суде может лишь затормозить получение выплат от эмитента владельцами облигаций или сделать получение выплат невозможным в случае проигрыша процесса;
- 4) в настоящее время ПВО чаще всего не имеют ресурсов для обращения в суд в связи с небольшим вознаграждением от эмитента и невозможностью создавать резервы;
- 5) обращение ПВО в суд в случае дефолта по выплате купона не будет эффективно, так как ни ПВО, ни ОСВО при формальном толковании закона не могут потребовать досрочного погашения облигаций при их дефолте, требование о досрочном погашении облигаций могут заявлять только индивидуальные владельцы.

Считаем, что ПВО будут более активно действовать в интересах владельцев облигаций и, в частности, обращаться в суд в случае разрешения проблемы с их ресурсами и устранения из реестра ПВО с низкой квалификацией и плохой деловой репутацией (см. пункты 3.1 и 3.2 ниже). В случае реализации указанных предложений полагаем, что можно было бы закрепить за ПВО обязанность обращаться в суд в защиту интересов владельцев облигаций через достаточный срок (например, через 90 дней) после дефолта.

Кроме того, представляется важным прямо закрепить в законе обязанность ПВО обратиться к эмитенту с требованием о досрочном погашении облигаций на основании решения ОСВО и правило о праве ОСВО поручить ПВО подавать иск в суд к эмитенту.

3.2. ЗАПРЕТ ОТКАЗА ПВО ОТ ДОГОВОРА С ЭМИТЕНТОМ

Мы согласны с выделенной в пункте 4.3 Доклада проблемой, связанной с отказом ПВО от договора с эмитентом при наступлении дефолта. ПВО тем самым оставляют владельцев облигаций без защиты. В этой связи полагаем, что отказ со стороны ПВО от договора с эмитентом должен быть запрещен. Такой отказ, по нашему мнению, может допускаться только по основаниям, предусмотренным законом: конфликт интересов, исключение из списка ПВО. В то же время для того, чтобы предлагаемое регулирование было эффективным, необходимо решить проблему ресурсов ПВО.

3.3. РЕШЕНИЕ ПРОБЛЕМ РЕСУРСНОЙ ОБЕСПЕЧЕННОСТИ, ПРОФЕССИОНАЛИЗМА И ДЕЛОВОЙ РЕПУТАЦИИ ПВО

Мы согласны с наличием проблемы низкой ресурсной обеспеченности ПВО, выделенную в пункте 4.3 Доклада. В качестве вариантов решения данной проблемы мы предлагаем ввести обязательность выплаты вознаграждения ПВО авансом при его найме (по долгосрочным облигациям возможна выплата аванса за часть срока обращения с ежегодным «довзносом» за следующие годы). В случае, если ПВО

получает такого рода аванс, возможно введение также обязанности ПВО резервировать часть вознаграждения для покрытия расходов на ведение процесса с эмитентом.

Мы также поддерживаем инициативы Банка России по введению требований к ПВО (пункт 4.4 Доклада), в том числе к их профессиональным компетенциям, квалификации сотрудников, сроку работы в отрасли. Это позволит повысить качество услуг ПВО и сформировать более обоснованное ценообразование.

4.

Подсчет голосов в ходе ОСВО

В настоящее время, если при подсчете голосов обнаружены два или более заполненных бюллетеня для голосования одного лица, в которых по одному вопросу повестки дня ОСВО голосующим оставлены разные варианты голосования, такие бюллетени не учитываются¹⁹. Такой подход может создавать возможности для злоупотреблений. Представляется, что было бы более справедливо, если бы лицо, осуществляющее подсчет голосов, в случае получения «двойных бюллетеней» вправе было бы выявить действительную волю владельца облигаций и учесть его голос соответствующим образом.

¹⁹ П. 4.18 Указания Банка России от 21.10.2014 № 3420-У «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев облигаций».



АВТОРЫ

Анна Горелова
старший юрист LECAP
anna.gorelova@lecap.ru

Дмитрий Румянцев
директор LCPIS
dmitri.roumiantsev@lcpis.ru

ЛАБОРАТОРИЯ LECAP

Мы считаем, наша компетенция должна приносить пользу всему обществу. Поэтому вместе с МГИМО мы создали лабораторию, в которой совместными усилиями готовим современные исследования в сфере финансовых рынков, государственно-частного партнерства и проектного менеджмента.



119048 Москва
ул. Усачева д. 1, с. 1



+7 (495) 122 05 17 (Мск)
+7 (911) 931 42 61 (СПб)



www.lecap.ru
www.facebook.com/lecaplaw