



**Егор Зеленев**  
 Главный консультант Департамента  
 корпоративных отношений  
 Банка России



**Егор Логинов**  
 Главный эксперт Департамента  
 корпоративных отношений  
 Банка России

# Нелишний КОНСОЛИДАТОР

## В Банке России обсуждают возможность расширения перечня случаев обязательного определения представителя владельцев облигаций

Отсутствие нормативно установленных критериев к данному институту снижает уровень защиты владельцев облигаций и добавляет фрагментарности регулированию.

Действующая редакция статьи 29.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» обязывает эмитента определить представителя владельцев облигаций (ПВО) только в случае размещения облигаций с обеспечением при наличии дополнительных критериев. Среди них — допуск облигаций к организованным торгам, размещение облигаций путем открытой

или закрытой подписки среди лиц, число которых превышает 150.

На практике это означает, что обязательное участие ПВО необходимо лишь в ограниченном количестве выпусков, поскольку большинство облигаций размещается без обеспечения<sup>1</sup>.

Однако на деле необходимость в определении представителя владельцев облигаций возникает

## Мы предлагаем следующие варианты решений

Сделать обязательным ПВО при размещении облигаций по открытой или закрытой подписке свыше определенного количества инвесторов или в случае допуска облигаций к организованным торгам

ПВО будет обязателен для выпусков с кредитным рейтингом ниже определенного уровня (например, А-), выпусков, предусматривающих обеспечение исполнения обязательств, и для некоторых видов облигаций (например, конвертируемых)

в гораздо более широком перечне случаев и не должна быть ограничена только наличием обеспечения. Выпуск облигаций может размещаться среди широкого круга инвесторов, а его условия могут включать в себя сложные ковенанты. При этом сам эмитент может иметь низкий кредитный рейтинг. В таких условиях именно отсутствие ПВО создает риски нескоординированного поведения держателей, что понижает уровень защиты прав владельцев облигаций. Рассмотрим данные ситуации подробнее с учетом тех функций, которые должен выполнять ПВО.

Во-первых, ПВО должен консолидировать требования большого количества инвесторов и решать «координационную проблему». При большом количестве владельцев облигаций каждый из них по отдельности меньше заинтересован в том,

чтобы нести издержки на защиту своих прав и законных интересов. Это приводит к эффекту «рациональной апатии». Поэтому целесообразно устанавливать необходимость наличия ПВО при превышении определенного порогового значения количества владельцев облигаций. Если же владельцы облигаций незначительное количество, то они могут самостоятельно вести переговоры с эмитентом и предъявлять свои требования в суд.

Во-вторых, ПВО должен осуществлять права владельцев облигаций в тех случаях, когда делать это каждому владельцу отдельно нецелесообразно. Наиболее наглядные примеры — реализация прав залогодержателя и кредитора при наличии поручительства. Именно участие ПВО позволяет обеспечить их своевременное и эффективное осуществление.

В-третьих, ПВО должен своевременно осуществлять судебную защиту прав и законных интересов владельцев облигаций. Понятно, что вероятность возникновения дефолта и, как следствие, необходимость судебной защиты прав тем выше, чем ниже кредитный рейтинг эмитента.

В-четвертых, ПВО должен отслеживать соблюдение ковенантов (условий, при наступлении которых владельцы облигаций получают право на досрочное погашение или приобретение облигаций). Соответственно, если в решении о выпуске облигаций есть сложные ковенанты, то в таких случаях необходимо определение ПВО.

С учетом вышесказанного можно выделить следующие критерии, которые должны быть учтены

при закреплении на уровне законодательства случаев обязательного определения ПВО: (1) количество владельцев облигаций, (2) наличие обеспечения исполнения обязательств по облигациям, (3) кредитный рейтинг эмитента и (4) наличие сложных ковенантов в решении о выпуске облигаций. Законодательство на данный момент признает значимость отдельных критериев, однако не обеспечивает их системного учета при определении случаев обязательного участия ПВО.

Применительно к первому критерию отметим, что в первоначальной редакции нормы о ПВО (в редакции Федерального закона от 23.07.2013 № 210-ФЗ) эмитент облигаций был обязан определить ПВО:

1. в случае размещения облигаций путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, превышает 500;
2. в случае допуска облигаций к организованным торгам, за исключением облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Однако эта норма утратила силу с 1 июля 2016 года. Таким образом, первоначальная редакция положений о назначении ПВО учитывала массовость и публичный характер каждого выпуска облигаций, в то время как последующее смещение акцента на наличие обеспечения, на наш взгляд, не в полной мере отражает роль ПВО.

Второй критерий в настоящее время прямо закреплён в действующем

законодательстве о рынке ценных бумаг.

Третий критерий фактически реализован в Правилах листинга ПАО «Московская биржа»<sup>2</sup>: ПВО обязателен для выпусков, включаемых в третий котировальный список. При этом включение в первый и второй котировальные списки возможно при наличии кредитного рейтинга не ниже ВВВ+. Применение данного критерия носит ограниченный характер, поскольку зависит от конкретной торговой площадки и не имеет системного нормативного оформления.

Четвертый критерий в настоящее время не используется в действующем российском законодательстве. «Сложность» использованных в решении о выпуске ковенантов — понятие субъективное, поэтому данный критерий едва ли может быть использован при реформировании законодательства о рынке ценных бумаг.

Кроме того, необходимо принимать во внимание, что такой не может быть четко формализован и «переведен на язык права» для закрепления на уровне закона.

При этом критерий наличия сложных ковенантов может быть частично реализован за счет установления необходимости определения ПВО в выпусках отдельных видов облигаций. К примеру, при размещении конвертируемых облигаций, где на ПВО будет возлагаться обязанность отслеживать возникновение оснований для проведения конвертации и применения коэффициента конвертации.

В зарубежных законодательствах, как правило, отсутствуют случаи обязательного определения ПВО.

Например, в Германии, Франции, Италии, Швейцарии и Великобритании 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. Вместе с тем § 304 *Trust Indenture Act* устанавливает достаточно широкий перечень исключений, при которых назначение *trustee* не требуется.

В Китае также требуется определение ПВО для публичного размещения корпоративных облигаций. При этом законодательство предусматривает минимальное число исключений из этого общего правила.

Мы предлагаем следующие варианты решений, которые позволят усилить роль института ПВО на рынке ценных бумаг и могут быть включены в российское законодательство.

1. Сделать обязательным ПВО при размещении облигаций по открытой или закрытой подписке свыше определенного количества инвесторов или в случае допуска облигаций к организованным торгам.
2. ПВО будет обязателен для выпусков с кредитным рейтингом ниже определенного уровня (например, А-), выпусков, предусматривающих обеспечение исполнения обязательств, и для некоторых видов облигаций (например, конвертируемых).

На наш взгляд, это устраним фрагментарность текущего регулирования и повысит эффективность защиты прав владельцев облигаций. □

## ПРИМЕЧАНИЕ

<sup>1</sup> В данный момент на Московской бирже торгуются всего лишь 269 выпусков облигаций с обеспечением 37 уникальных эмитентов. При этом эмитентами 132 выпусков являются ООО «ДОМ. РФ Ипотечный агент» и ООО «Газпром капитал».

<sup>2</sup> <https://www.moex.com/ru/documents/257>