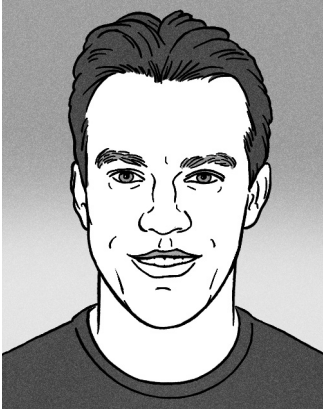




Егор Зеленев
Главный консультант Департамента
корпоративных отношений
Банка России



Егор Логинов
Главный эксперт Департамента
корпоративных отношений
Банка России



Николай Павлов
Руководитель экспертной группы
Департамента корпоративных
отношений Банка России

Деконструкция шаблона

ЭМИТЕНТЫ ОБЛИГАЦИЙ МОГУТ ПОЛЬЗОВАТЬСЯ ПРИНЦИПОМ СВОБОДЫ ДОГОВОРА ДЛЯ СОСТАВЛЕНИЯ ЭМИССИОННЫХ ДОКУМЕНТОВ

Банк России обращает внимание на некоторые возможности, которые законодательство о рынке ценных бумаг предоставляет эмитентам, но которые зачастую ими не используются, что порой приводит к печальным последствиям в самый неожиданный и трудный момент.

Принцип свободы договора является основополагающим принципом частного права. В соответствии с ним стороны определяют условия договора по своему усмотрению, при этом в договор могут быть включены любые условия, которые не противоречат закону¹.

Вышеназванный принцип, безусловно, не является безграничным. Стороны не вправе включать в соглашение условия, которые грубо нарушают

баланс интересов сторон, приводят к нарушению особо значимых охраняемых законом интересов или недопустимость установления которых следует из существа законодательного регулирования. Названный тест на «диспозитивность» нормы был впервые закреплен в постановлении Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 14.03.2014 № 16 «О свободе договора и ее пределах».

Принцип свободы договора действует и на рынке ценных бумаг. По общему правилу решение о выпуске и иные эмиссионные документы могут содержать любые условия, которые не противоречат действующему законодательству. Конечно, сфера рынка ценных бумаг накладывает свои особенности на применение данного принципа. Потенциальное размещение ценных бумаг среди неограниченного круга лиц, невозможность индивидуального согласования договорных условий, а также особенности учетной инфраструктуры ограничивают принцип свободы договора.

Наблюдения показывают, что решения о выпуске облигаций довольно редко содержат отступления от диспозитивных норм гражданского законодательства и законодательства о рынке ценных бумаг. Исключение составляют отдельные виды облигаций, например, структурные облигации, эмиссионная документация которых может содержать большое количество достаточно неожиданных решений.

Возможно, причина кроется в том, что организаторы выпусков и сами эмитенты облигаций при подготовке нового выпуска облигаций зачастую используют шаблонный файл Word, который многократно применялся ранее для регистрации предыдущих выпусков. Все недостатки предыдущих выпусков мигрируют в новые до тех пор, пока кто-то не обратит на них внимание и не устранил их.

В этой статье будет обращено внимание на некоторые возможности, которые законодательство о рынке ценных бумаг предоставляет эмитентам, но которые зачастую ими не используются, что порой приводит к печальным последствиям в самый неожиданный и трудный момент.

Подпункт 8 пункта 1 статьи 29.7 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг)

предусматривает возможность общего собрания владельцев облигаций (далее — ОСВО) принимать решения по вопросам, предусмотренным не только Законом о рынке ценных бумаг, но и решением о выпуске облигаций.

Решение ОСВО, принятое за пределами его компетенции, является ничтожным, то есть не порождает никаких правовых последствий с момента его принятия. Поэтому крайне важно уже на этапе эмиссии облигаций предусматривать расширенную компетенцию ОСВО и заранее продумывать те вопросы, решения по которым смогут принять владельцы облигаций.

Некоторые эмитенты уже успели убедиться в том, насколько важным является расширение компетенции ОСВО. Рассмотрим некоторые случаи.

В последнее время представители владельцев облигаций (далее — ПВО) начали гораздо активнее обращаться в арбитражный суд с требованиями в интересах владельцев облигаций о взыскании суммы облигационной задолженности. Только за первые шесть месяцев 2026 года судами были приняты шесть исковых заявлений, поданных ПВО.

На этапе рассмотрения спора в арбитражном суде возникает закономерный вопрос: могут ли стороны прекратить судебное разбирательство мировым соглашением?

Очевидно, что заключение ПВО мирового соглашения в отсутствие волеизъявления владельцев облигаций должно признаваться недопустимым, поскольку это приводит к игнорированию их интересов. Более того, это потенциально может привести к обходу нормы о необходимости получить квалифицированное большинство голосов для осуществления «реструктуризации» задолженности.

Волеизъявление владельцев облигаций может быть получено только на общем собрании владельцев облигаций. При этом согласно статье 29.7 Закона

о рынке ценных бумаг утверждение условий мирового соглашения не входит в перечень вопросов, принятие решений по которым относится к компетенции ОСВО. Следовательно, принятие решения по такому вопросу будет являться ничтожным, о чем уже было сказано ранее.

В настоящее время единственным вариантом выхода из ситуации является проведение ОСВО и принятие решения о внесении изменений в решение о выпуске и (или) о заключении соглашения о новации или отступном. В случае принятия такого решения ОСВО, внесения изменений в эмиссионную документацию и (или) подписания соглашения о новации или отступном право требования у владельцев облигаций прекращается, поэтому суд должен отказать в удовлетворении заявленных ПВО требований.

Второй пример, о котором хотелось бы упомянуть, связан с практикой совершения некоторыми эмитентами внеэмиссионных офферт.

Некоторые эмитенты при выпуске облигаций также совершают публичную безотзывную оферту, при акцепте которой владелец облигаций получает возможность продать их эмитенту по заранее определенной цене. В случае возникновения у эмитента финансовых затруднений возникает необходимость согласовать, что владельцы облигаций не будут реализовывать свое право на акцепт оферты, поскольку в противном случае вся «реструктуризация» облигационной задолженности теряет смысл.

Так вот, если решение о выпуске облигаций не предусматривает компетенцию ОСВО по принятию такого решения, то решение ОСВО об отказе от акцепта внеэмиссионной оферты также является ничтожным. Из этого следует, что лица, акцептовавшие оферту к моменту проведения ОСВО, сохраняют право на получение денежных средств от эмитента в полном объеме, а лица, которые

еще не осуществили акцепт оферты, не утрачивают право акцептовать ее в дальнейшем и требовать от эмитента исполнения обязательств.

Все вышеназванные вопросы могли бы быть решены и не вызывали бы затруднений, если бы эмитенты облигаций заранее предусматривали расширенную компетенцию ОСВО.

Кроме того, решение о выпуске может содержать дополнительные обязанности ПВО в соответствии с подпунктом 9 пункта 11 статьи 29.1 Закона о рынке ценных бумаг. Эмитент может возложить на ПВО дополнительные обязанности, которые последний должен будет выполнять. Таким образом, эмитент вправе «возложить» на ПВО, например, функцию информирования владельцев облигаций при осуществлении «реструктуризации».

Указанное расширение компетенции ОСВО и дополнительные обязанности ПВО должны быть отражены в пунктах 9 и 9 (1) решения о выпуске облигаций в соответствии с разделом 2 приложения 11 к Положению Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг». Однако тот самый шаблон, многократно использовавшийся при подготовке новых выпусков, как правило, не содержит необходимых дополнительных сведений в указанных пунктах.

У читателя на данном этапе может возникнуть обоснованный вопрос: не приведет ли применение принципа свободы договора к злоупотреблениям со стороны эмитента? На него следует ответить, что возможность включения в эмиссионную документацию дополнительных условий ограничивается, с одной стороны, вышеназванным тестом на «диспозитивность», а с другой — рядом специальных ограничений, предусмотренных законодательством о рынке ценных бумаг.

Базовым ограничителем выступает принцип равенства владельцев облигаций. Эмитент не вправе устанавливать

условия, которые наделяют владельцев облигаций одного выпуска разным объемом прав. Например, он не может предусмотреть различный размер выплат для разных владельцев облигаций одного выпуска или иным образом закрепить возможность предоставления им различного вознаграждения.

Зачастую в ходе анализа решений о выпуске облигаций возникает вопрос о том, какой объем условий следует считать достаточным для регистрации выпуска облигаций.

Так, условиями выпуска структурных облигаций может быть предусмотрено, что эмитент привлекает средства для инвестирования в открытый перечень активов, а выплаты по таким облигациям осуществляются в зависимости от наступления или ненаступления открытого перечня барьерных событий. При этом выплаты могут отсутствовать вовсе, а наступление условий для невыплаты в конечном счете определяет эмитент или выбранный им расчетный агент. Совокупность таких условий не позволяет инвестору просчитать хотя бы диапазон возможных экономических исходов на основе объективных и заранее определенных критериев.

Применительно к возможности выбора базового актива в структурных облигациях необходимо отметить чрезвычайно широкий круг возможных активов. При этом основным ограничением, как представляется, выступает возможность эмитента влиять на базовый актив таким образом, чтобы в конечном счете определять наступление условий выплаты по облигациям. В связи с этим при анализе такого условия необходимо учитывать степень потестативности, о которой говорится в абзаце втором пункта 52 постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской

Федерации». Указанное обстоятельство само по себе не должно влиять на регистрацию решения о выпуске, однако может иметь значение при решении вопроса о наступлении или ненаступлении барьерного события либо сценария выплаты по облигациям.

Приведенные примеры, конечно, не исчерпывают всех возможностей, которые эмитент может использовать при подготовке эмиссионной документации. Их цель состоит скорее в том, чтобы обратить внимание на более общий тезис: решение о выпуске облигаций не является исключительно техническим документом, который должен быть заполнен по шаблону для прохождения регистрационных процедур. Напротив, оно может и должно рассматриваться как инструмент правового конструирования отношений между эмитентом, владельцами облигаций и представителем владельцев облигаций.

Именно на этапе подготовки решения о выпуске эмитент имеет возможность заранее предусмотреть такие положения, которые в дальнейшем помогут ему при реструктуризации облигационной задолженности. Продуманная эмиссионная документация не гарантирует отсутствия финансовых затруднений, однако она способна существенно расширить набор правовых инструментов, доступных эмитенту и владельцам облигаций в кризисный момент. 

ПРИМЕЧАНИЕ

¹ Статья 421 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее по тексту — ГК РФ).