



**Егор Зеленов**

Главный консультант Департамента корпоративных отношений Банка России;

**Николай Павлов**

Руководитель экспертной группы Департамента корпоративных отношений Банка России

Необходимое большинство

Принцип большинства в облигационном праве и кворум в собраниях владельцев облигаций: недостатки регулирования и поиск решения

Российский рынок облигаций активно развивается, и вместе с ростом объёмов появляются новые вызовы для регулирования. Важным элементом реализации принципа большинства является система кворумов: от кого считать большинство для принятия тех или иных решений.

Принцип большинства в облигационном праве — это механизм, позволяющий владельцам части выпуска облигаций принимать решения, обязательные для всех держателей данного выпуска. Вместо требования единогласного согласия каждого инвестора, — что на практике почти недостижимо при сотнях и тысячах владельцев бумаг, — российское законодательство позволяет большинству владельцев облигаций (75% голосов

по большинству вопросов¹⁾ изменять различные условия займа — например, сроки погашения и процентные ставки. Важным элементом реализации принципа большинства является система кворумов: от кого считать большинство для принятия тех или иных решений — от всех владельцев облигаций или от присутствующих на собрании? От ответа на данный вопрос может зависеть работа принципа большинства на практике.

Принцип большинства используется во многих странах. Так, немецкий закон о долговых бумагах (*Schuldverschreibungsgesetz*, 2009) устанавливает довольно низкие кворумы: для первого собрания достаточно участия 50% держателей облигаций, для повторного — всего 25%. При этом изменение существенных условий займа требует одобрения 75% от присутствующих на собрании.

Такая система радикально снижает барьеры для реструктуризации. Немецкие компании получают возможность оперативно договариваться с кредиторами, не дожидаясь участия каждого розничного инвестора. При этом закон предусматривает удалённое голосование и передачу голосов через доверенных лиц, что дополнительно упрощает процедуру.

В США используется противоположный подход. *Trust Indenture Act* 1939 года фактически требует согласия каждого держателя облигаций на изменение ключевых условий — срока погашения или размера платежей. Эта норма была принята в эпоху Великой депрессии для защиты мелких инвесторов, но сегодня превратилась в серьёзное препятствие для проведения реструктуризаций по мнению некоторых американских исследователей². В связи с затруднительностью получения единогласного решения широкое распространение получила практика *coercive bond exchange* (обмен на другие ценные бумаги с получением юридической или экономической выгоды).

Принцип большинства предназначен для решения ряда практических проблем, которые порождает необходимость единогласного принятия решения собранием владельцев облигаций. В пользу использования данного принципа в облигационном законодательстве можно выделить ряд аргументов:

- **Координация действий при большом числе участников.** Облигационные выпуски нередко распределены среди множества инвесторов. Получить согласие каждого из них — чрезвычайно сложная задача. Принцип большинства позволяет заручиться поддержкой большей группы активных инвесторов (либо крупных институциональных инвесторов, которые обычно контролируют львиную долю выпуска) для проведения реструктуризации.

- **Преодоление рационального неведения (*rational apathy*).** Розничные инвесторы с небольшим объемом инвестиций часто не принимают участие в голосованиях, так как затраты времени на изучение предложения о реструктуризации могут не окупиться для владельца облигаций на незначительные суммы.

- **Проблема *hold-out* кредиторов.** *Hold-out* — классическая ловушка коллективного действия, когда небольшая группа инвесторов может отказаться от реструктуризации, рассчитывая получить полную выплату после того, как большинство согласится на списание части долга. Такая стратегия паразитирует на усилиях других кредиторов: все выигрывают от спасения компании, но *hold-out* кредиторы получают большую выгоду.

Например: компания должна 100 миллионов рублей и находится на грани банкротства. Если все кредиторы согласятся простить 50% долга, компания продолжит деятельность и выплатит оставшиеся 50 миллионов. Но если 80% кредиторов согласятся на списание (получив в итоге по 50 копеек на рубль), а 20% откажутся, то компания может расплатиться с этой группой кредиторов полностью — они получают 100 копеек на рубль за счет согласия остальных.

Принцип большинства позволяет решить данную проблему: если набран необходимый порог голосов, новые условия становятся обязательными для всех.

При системе единогласия проблема рационального неведения даже части инвесторов блокирует любые решения. Иногда приводят пример использования преимущества из такой ситуации конкурентом эмитента, — такой конкурент намеренно приобретает облигации и не принимает участие в голосовании, что негативно сказывается на деятельности эмитента.

Однако все эти преимущества принципа большинства — от преодоления координационных барьеров до борьбы с *hold-out* кредиторами — могут реализоваться только при достижимом кворуме.

Российский контекст

В России собрания владельцев облигаций (ОСВО) уже используют принцип большинства: большинство существенных решений требует 75% голосов. Однако согласно господствующему мнению, данное большинство отсчитывается от общего числа всех облигационеров.

Для сравнения: в акционерном законодательстве кворум достигается, если в заседании или заочном голосовании приняли участие акционеры, обладающие в совокупности более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества³. Также действует система снижающихся кворумов: 50% для первого собрания, 30% для повторного собрания по тому же вопросу. Для компаний с большим числом акционеров (более 500 000) возможны ещё более низкие пороги⁴.

В этой связи при обсуждении возможных вариантов реформирования действующего положения можно предложить несколько вариантов.

Вариант 1: немецкая модель с низкими кворумами. Немецкая модель работает в два этапа. Первый — формирование кворума: на первом собрании должны присутствовать держатели не менее 50% облигаций, на повторном — не менее 25%. Второй этап подразумевает выполнение требований к большинству: среди присутствующих решение должно набрать 75% голосов. Таким образом, на первом собрании решение может быть принято при поддержке 37,5% от всех владельцев облигаций (50% кворум × 75% большинство), а на повторном — всего 18,75% (25% кворум × 75% большинство). Такая система упростит принятие решений, но требует наличия определенных мер защиты миноритариев от злоупотреблений.

Вариант 2: адаптация акционерной модели. Перенести на облигационеров систему кворумов из акционерного права: 50% для первого собрания, 30% для повторного. Главное преимущество такого подхода — предсказуемость: профессиональные участники рынка уже знакомы с логикой акционерного права и смогут быстро адаптироваться к аналогичным нормам в облигационной сфере. При этом релевантными являются аргументы немецкой модели о мерах защиты миноритариев от злоупотреблений крупных кредиторов.

Вариант 3: поэтапное снижение кворума при сохранении требований для первого ОСВО. На первом собрании сохраняется действующее требование — решение принимается 75% голосов от всех владельцев облигаций, имеющих право участвовать в голосовании. Если необходимое большинство не набрано, проводится второе ОСВО с пониженным кворумом в 50% от всех облигационеров (при сохранении требования 75% голосов от присутствующих). В случае неудачи второго собрания допускается

проведение третьего ОСВО с кворумом 30% или 25% от общего числа владельцев облигаций.

Реструктуризация облигационного займа предполагает изменение имущественных прав инвесторов. Когда большинство принимает решение об отсрочке платежей, снижении процентной ставки или частичном списании долга, меньшинство фактически лишается части своих активов без непосредственного волеизъявления. В этой связи эмитент не может рассчитывать на «лёгкую» реструктуризацию силами небольшой группы крупных кредиторов — ему придётся вести серьёзную работу по коммуникации с широким кругом инвесторов, разъясняя необходимость реструктуризации и убеждая кредиторов в их справедливости. Это повышает качество самих предложений о реструктуризации: чтобы получить поддержку 75% всех облигационеров, условия должны быть действительно сбалансированными, а не просто выгодными крупным держателям.

Достижение баланса между сниженным кворумом и надлежащим принятием решений

В новом регулировании ОСВО необходимо соблюсти баланс между защитой прав отдельного инвестора и созданием адекватной системы антикризисного управления долгом. Достижение разумного баланса возможно через снижение кворумов при сохранении высоких требований к большинству. Данные меры позволят обеспечить качество решений и одновременно предоставят рынку инструмент для эффективной работы с финансовыми обязательствами эмитентов.

Важным элементом баланса при снижении кворум также выступают

информационные права и обязанности в ходе реструктуризации. Если при высокой планке кворума численность участвующих облигационеров сама по себе выступает фильтром от необоснованных решений, то при её снижении ключевым фактором становится качество процедуры принятия решений и полнота информации, на основании которой участники голосования формируют свою позицию.

В этой связи в дополнение к снижению кворума целесообразным представляется закрепление стандартов подготовки и проведения ОСВО. Возможным направлением регулирования является установление обязанности эмитента по предоставлению экономического обоснования реструктуризации, которое включает в себя описание финансового положения эмитента, альтернативных сценариев (в том числе банкротство), а также оценку последствий реструктуризации для разных категорий кредиторов.

Дополнительно эмитент может быть обязан раскрывать сведения об общем объеме задолженности, а также об исполнении обязательств перед другими кредиторами. Данная обязанность предназначена для решения ситуаций, когда владельцам облигаций ничего не известно об общем состоянии дел эмитента и его возможности в принципе исполнять обязательства по облигациям. Такое правило также поможет преодолеть ситуации, когда эмитент проводит реструктуризацию для того, чтобы освободить денежные средства для исполнения обязательств перед другими кредиторами и тем самым необоснованно ухудшить положение кредиторов по облигациям.

При снижении кворума важным аспектом является возможность владельца значительного пакета облигаций фактически определять судьбу всех

остальных облигационеров своим голосованием на ОСВО. Для предотвращения случаев злоупотребления для таких владельцев можно предусмотреть обязанности принимать решение на ОСВО добросовестно и не во вред другим владельцам облигаций. Примеры подобных обязанностей уже можно встретить в судебной практике по корпоративным спорам, когда на участника корпорации накладывают фидуциарные обязанности (обязанности лояльности) перед обществом и другими участниками и такой участник не может принимать решения исключительно им во вред. Суд указал, что недопустимость злоупотребления правом может заключаться в том, что контролирующий участник (акционер) не вправе использовать предоставленные ему законом или уставом полномочия для принятия решений, которые направлены исключительно к его собственной выгоде без учета разумного корпоративного интереса гражданско-правового сообщества участников общества или приведут к существенному ущемлению прав меньшинства (миноритарных участников)⁵.

Важную роль в достижении баланса между снижением кворума и защитой прав и законных интересов инвесторов играет также возможность обращения отдельных инвесторов в суд. Отличительной особенностью российского правопорядка является возможность владельцев облигаций обратиться с иском в суд в индивидуальном порядке⁶ по истечении одного месяца с момента возникновения оснований для такого обращения (если ПВО не обратился в суд с таким требованием ранее). В этой связи инициативное поведение даже небольшой группы заинтересованных инвесторов может привести к переоценке судом итогов ОСВО, если было принято несправедливое или не соответствующее

закону решение. Инвестору следует учитывать, что приобретение ценных бумаг на фондовом рынке напрямую предполагает не только получение всего экономического результата от инвестиций (без участия посредников — например, фондов или управляющих компаний), но и несение соответствующих рисков, включая риски ухудшения финансового положения эмитента, а также последствия коллективных решений владельцев облигаций.

Взвешенное нормативное регулирование ОСВО, с учетом российского опыта проведения собраний и опыта зарубежного регулирования, должно привести к росту количества ОСВО с надлежащим и полным раскрытием справедливых условий реструктуризации облигационного долга. □

Авторы статьи готовы вступить в дискуссию с читателями журнала, *В рамках ежемесячной рубрики «Облигации и право» мы будем освещать актуальные вопросы правового регулирования облигационного рынка, анализировать международный опыт и обсуждать возможные пути правоприменения для целей защиты для целей защиты инвесторов и формирования устойчивой и предсказуемой среды для привлечения финансирования компаниями.*

Мы приглашаем читателей к диалогу: ваши комментарии, предложения и экспертные мнения можно отправлять в редакцию «Вестник НАУФОР».

ПРИМЕЧАНИЕ

- ¹ Пункт 4 статьи 29.8 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
- ² Keegan S. Drake. The Fall and Rise of the Exit Consent, 63 Duke Law Journal 1589-1624 (2014).
- ³ Пункт 1 статьи 58 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».
- ⁴ Абзац 2 пункта 4 статьи 58 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».
- ⁵ Определение Верховного Суда Российской Федерации № 306-ЭС24-21253 от 19.09.2025 по делу № А49-11694/2023.
- ⁶ Пункт 16 статьи 29.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».