



Николай Павлов
Руководитель экспертной группы
Департамента корпоративных
отношений Банка России



Егор Логинов
Главный эксперт Департамента
корпоративных отношений Банка
России

Вопросы правильной самоорганизации

ПРИ КАКИХ УСЛОВИЯХ ИНСТИТУТ ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ МОЖЕТ СТАТЬ ЭФФЕКТИВНЫМ МЕХАНИЗМОМ ЗАЩИТЫ ПРАВ И ЗАКОННЫХ ИНТЕРЕСОВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Введение саморегулирования и установление дополнительных требований, как то критерии допуска, механизмы контроля качества и ответственности — помогли бы этому институту занять полезное место в инфраструктуре рынка корпоративного долга и снизить транзакционные и координационные издержки инвесторов.

Достаточно длительное время многие участники рынка ценных бумаг высказываются о неэффективности осуществления представителями владельцев облигаций (ПВО) своих функций. Многие указывают на бесполезность ПВО как института, поскольку он не способствует достижению той цели, для которой он предназначался — защите прав и законных интересов владельцев облигаций.

Безусловно, институт ПВО в его нынешнем состоянии нуждается в существенной модернизации. Проблема надлежащего выполнения ПВО своих прав и обязанностей является комплексной, многогранной и требует системного подхода к ее решению.

Хотим рассмотреть одну из ключевых проблем данного института — отсутствие

каких-либо существенных требований к ПВО. Согласно пункту 1 статьи 29.2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в качестве ПВО может выступать любое юридическое лицо, которое создано в соответствии с законодательством Российской Федерации и существует не менее трех лет. Иными словами, действующее законодательство не содержит требований к квалификации сотрудников ПВО, специальных требований к его финансовому состоянию, не требует какой-либо лицензии для осуществления деятельности ПВО.

В результате в официальном списке представителей владельцев облигаций Банка России числятся 58 юридических лиц, но лишь 13 из них обладают лицензиями профессиональных участников рынка ценных бумаг¹. При этом наличие лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг не гарантирует понимание обязанностей ПВО и добросовестное их выполнение. Отсутствие каких-либо дополнительных требований создает условия для появления ПВО фактически не способных к эффективной защите интересов владельцев облигаций. Особую остроту эта проблема приобретает в настоящее время в условиях роста числа дефолтов.

Требования к институту представителей

Зарубежный опыт. Все зарубежные правовые порядки могут быть условно поделены на две большие группы. В первой группе окажутся те страны, которые фактически не содержат дополнительных требований к кандидатуре представителя владельцев облигаций, вторую же группу представляют государства, устанавливающие дополнительные «барьеры» для осуществления деятельности ПВО.

К первой группе правовых порядков относятся немецкий², швейцарский³ и французский⁴. В указанных

странах в качестве ПВО может выступать любое физическое или юридическое лицо. Французский правовой порядок вводит дополнительное требование о том, что личным законом такого лица должно быть право ЕС.

Ко второй группе правовых порядков относятся, например, правовые порядки Италии, США, Великобритании и Китая.

В Великобритании законодательные требования к *trustee* отсутствуют, но подавляющее большинство эмиссионных документов содержат ссылку на то, что представителем облигационеров должна быть *trust corporation*, к которой, в свою очередь, законодательство уже предъявляет специальные требования. Ключевым требованием к *trust corporation* является уставный капитал не менее 250.000 фунтов, 100.000 из которых должны быть оплачены денежными средствами⁵.

В США *Trust Indenture Act* устанавливает, что *trustee* должен быть корпорацией, которая (1) уполномочена осуществлять функции корпоративного доверительного управляющего (*corporate trust powers*)⁶ и (2) находится под надзором либо проверки со стороны федерального органа или органа штата⁷. В соответствии с § 77jjj TIA *trustee* должен иметь уставный капитал в совокупности с резервами (*surplus*) не менее 150.000 долларов США.

В Италии представителями владельцев облигаций могут быть юридические лица, которые обладают статусом «лиц, уполномоченных оказывать инвестиционные услуги» или «фидуциарных компаний» (*società fiduciarie*)⁸. Для получения первого статуса необходимо получение лицензии от регулятора (Банка Италии), при этом компания должна соответствовать следующим требованиям: (1) иметь организационно-правовую форму акционерного общества, (2) иметь место регистрации на территории Италии, (3) иметь уставный капитал не менее 75.000 евро. Получение статуса «фидуциарной компании» значительно

проще, компании достаточно в заявительном порядке подать необходимый пакет документов в Министерство экономического развития. Вместе с этим при определенных обстоятельствах (наличие уставного капитала не менее 200.000 евро или подконтрольность банку или финансовому посреднику) «фидуциарная компания» должна получить лицензию в Банке Италии и соответствовать дополнительным требованиям (минимальный уставный капитал 100.000 евро; соблюдение требований к квалифицированным участникам рынка ценных бумаг; наличие специальной правоспособности)⁹.

В Китае в качестве представителя владельцев облигаций должен выступать организатор выпуска (андеррайтер) или иная организация, признанная Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC). Одновременно с этим представитель должен быть членом китайской ассоциации участников рынка ценных бумаг (SAC)¹⁰.

Возможные изменения

Существующая практика демонстрирует, что требования к представителями владельцев облигаций являются недостаточными. В случае дефолта эмитента на ПВО возлагаются специфические обязанности: обратиться при необходимости с исковым требованием в арбитражный суд, оценить предлагаемые эмитентом условия реструктуризации, участвовать в деле о банкротстве эмитента (заявлять консолидированное требование владельцев облигаций в реестр требований кредиторов, подавать заявления об оспаривании сделок, о привлечении контролирующих лиц к субсидиарной ответственности). Очевидно, что все это требует финансовых и организационных ресурсов, которых у ПВО зачастую не оказывается.

Кроме того, и на «додефолтной» стадии от ПВО может потребоваться применение специальных знаний.

ПВО должен следить за наступлением или ненаступлением условий, в результате которых владельцы облигаций вправе требовать досрочного погашения облигаций (статья 17.1 Закона о рынке ценных бумаг). В некоторых решениях о выпуске можно встретить финансовые «кованты» со следующими формулировками: «Снижение показателя “Отношение Собственного капитала к Чистому долгу” до уровня менее 10% (Десяти процентов).» или «Превышение показателя Консолидированного Коэффициента Финансового Левериджа значения 5,0:1, рассчитанного на основании годовой консолидированной финансовой отчетности Эмитента». Проверка таких «ковантов» требует по крайней мере наличия минимальных знаний в области экономики и бухгалтерского учета.

Помимо этого представитель владельцев облигаций должен следить за раскрытием эмитентом финансовой отчетности. Представляется, что самого по себе факта опубликования какого-либо документа недостаточно для того, чтобы обязанность по опубликованию считалась выполненной, ПВО должен осуществлять хотя бы минимальную проверку корректности представленной отчетности.

Также в некоторых отдельных видах облигаций на ПВО могут быть возложены дополнительные обязанности. Представитель должен осуществлять проверку соблюдения требований Указания Банка России от 11.04.2025 № 7043-У применительно к облигациям специализированных финансовых обществ, наступление условий для конвертации облигации в акции применительно к конвертируемым облигациями и т. п.

Понятно, что выполнение всех выше-названных обязанностей надлежащим образом возможно только в том случае, когда у ПВО есть для этого необходимые денежные средства, организационные возможности¹¹ и компетенция.

Указанные проблемы могут быть решены следующими способами:

1. Установление повышенного минимального уставного капитала для ПВО

Первым и самым очевидным вариантом установления дополнительных требований к представителям владельцев облигаций — введение существенного по размеру минимального уставного капитала. Возможно установление минимального размера уставного капитала для ПВО, например, в размере 10.000.000 руб., при этом уставный капитал может быть оплачен исключительно денежными средствами.

Указанная мера может служить ограничивающим фактором для входа новых ПВО на рынок корпоративных облигаций. Кроме того, указанный размер уставного капитала может гарантировать наличие хотя бы минимального количества денежных средств для выполнения функций ПВО, например, для уплаты государственной пошлины при обращении в суд.

2. Установление требований к квалификации работников ПВО

Вторым возможным вариантом является установление дополнительных требований к персоналу представитель владельцев облигаций.

ПВО должен иметь в штате хотя бы трех работников, в должностные обязанности которых входит осуществление функций представителя. Ответственные работники должны иметь высшее образование по специальности в области экономики, финансов или юриспруденции и соответствовать определенным требованиям к профессиональному опыту.

При этом ПВО должен иметь внутренние документы, определяющие порядок выявления и предотвращения конфликта интересов при осуществлении своих функций, процедуры контроля за соблюдением эмитентом условий облигационного займа, порядок информирования владельцев облигаций

о выявленных обстоятельствах, влияющих на права и законные интересы владельцев облигаций и на возможность реализации ими своих прав. По аналогии с требованиями, предъявляемыми к руководителям финансовых организаций, возможно установление требований к единоличному исполнительному органу ПВО.

Указанные требования должны соблюдаться на протяжении всего периода нахождения ПВО в списке.

3. Введение аттестации для работников ПВО

Существует предложение о введении обязательной аттестации для сотрудников ПВО. В таком случае единоличный исполнительный орган ПВО и (или) сотрудники ПВО должны будут в обязательном порядке пройти обучение в аккредитованных организациях и получить сертификат установленного образца о наличии знаний в области рынка ценных бумаг, касающихся обращения облигаций. До момента введения специального сертификата, подтверждающего компетенции в области обращения облигаций, возможным представляется установление требования о получении базового сертификата ФСФР (аттестат серии 0.0).

4. Введение обязательного участия в СРО

Более «либеральным» вариантом может являться установление требования о том, что функции ПВО может выполнять только организация, являющаяся членом саморегулируемой организации представителей владельцев облигаций. В таком случае минимальные требования к ПВО могут устанавливаться на уровне локального акта такого СРО, а не на уровне Закона о рынке ценных бумаг или подзаконного нормативного акта Банка России.

Одновременно с этим, безусловно, необходимо будет передать на уровень СРО часть надзорных и контрольных полномочий. В частности, возможность

исключить представителя владельцев облигаций из СРО при нарушении ими своих обязанностей.

Следует отметить, что создание СРО также создает дополнительные преимущества для самих ПВО, они могут координировать свои действия в части защиты прав владельцев облигаций, создавая общие стандарты деятельности, чтобы отдельные представители не получали преимуществ вследствие своего оппортунистического поведения, создать специальный резервный фонд для оплаты расходов и т. п.

5. Установление дополнительных требований фактического осуществления деятельности

Как уже отмечалось, в настоящее время в списке представителей владельцев облигаций Банка России содержится значительное количество юридических лиц, которые фактически не осуществляют деятельность ПВО, числятся в списке лишь формально. При этом действующее законодательство формально не содержит оснований для их исключения из списка ПВО, поскольку они не совершают нарушений своих обязанностей, так как попросту не ведут никакой деятельности.

В свете изложенного целесообразно было бы установить, что юридическое лицо должно быть исключено из списка ПВО Банка России, если оно в течение календарного года не осуществляет какой-либо деятельности: не осуществляет обслуживание выпусков облигаций, не заключает новых договоров на оказание услуг с эмитентами.

Заключение

Проведенный анализ показывает, что одной из основных причин низкой эффективности института представителя владельцев облигаций является отсутствие серьезных требований к лицу, которое эти полномочия реализует. Действующая норма пункта 1 статьи 29.2 Закона о рынке ценных бумаг

допускает исполнение функций ПВО любым юридическим лицом, отвечающим минимальным формальным критериям, не связывая статус ПВО ни с наличием необходимой компетенции, ни с финансовой устойчивостью, ни с организационными ресурсами.

Мы видим, что в условиях роста количества дефолтов это приводит к бездействию со стороны ПВО, в результате которого владельцы облигаций остаются без представителя способного осуществлять защиту их прав и законных интересов, поскольку исполнение обязанностей ПВО требует юридической и финансово-аналитической экспертизы и неизбежно предполагает несение расходов.

Сопоставление с зарубежным опытом подтверждает, что ряд правовых порядков вводит дополнительные барьеры для осуществления функций представителей владельцев облигаций (требования к уставному капиталу, лицензирование/надзор, членство в профессиональной организации, ограничение круга допустимых субъектов). Указанный опыт демонстрирует, что представительство сообщества инвесторов должно осуществляться субъектом, обладающим проверяемой компетенцией и ресурсами, а не случайной организацией, выбранной по соображениям удобства эмитента или минимизации издержек.

В целях совершенствования института ПВО представляется целесообразным переход к установлению дополнительных требований. Дальнейшее развитие института ПВО должно быть направлено на достижение реальной защиты владельцев облигаций путем выстраивания понятных критериев допуска, механизмов контроля качества и ответственности ПВО. Только при таких условиях этот институт сможет стать эффективным элементом инфраструктуры рынка корпоративного долга и снизить транзакционные и координационные издержки инвесторов. □

ПРИМЕЧАНИЕ

¹ По состоянию на 24 февраля 2026 года (https://www.cbr.ru/vfs/finmarkets/files/supervision/list_repres_bondholders.xlsx)

² См. § 7 SchVG.

³ Швейцарский обязательственный закон не содержит дополнительных требований к ПВО.

⁴ Art. L.228-48 Code de commerce.

⁵ The Public Trustee (Custodian Trustee) Rules 1975 (S.I. 1975/1189) — rule 30(b)(iv).

⁶ Право осуществлять функции корпоративного доверительного управляющего могут получить при определенных условиях банки, федеральные сберегательные ассоциации (FSA) или trust company.

⁷ Под соответствующим надзором также банки, сберегательные ассоциации, non-depository trust companies,

⁸ Art. 2417 Codice Civile.

⁹ Соответствующие требования установлены Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 — Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria; Legge 23 novembre 1939, n. 1966 — Disciplina delle società fiduciarie e di revisione (039U1966); Decreto del Presidente della Repubblica 18 aprile 1994, n. 361 — Regolamento recante norme per la semplificazione dei procedimenti di autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare e di fiducia.

¹⁰ См. <https://www.csrc.gov.cn/csrc/c106256/c1653917/content.shtml> (дата обращения: 26.02.2026).

¹¹ В феврале 2026 года некоторые ПВО начали раскрывать годовой отчет за 2025 год. В некоторых отчетах указывается, что за исполнением функций ПВО следит один сотрудник.