



Егор Зеленов

Главный консультант Департамента корпоративных отношений Банка России

Цена кворума

Низкая явка инвесторов вынуждают эмитентов искать способы стимулировать владельцев облигаций

Допустимость стимулирующих механизмов определяется принципом равенства владельцев облигаций и отсутствием экономического принуждения при организации голосования.

Значительное количество держателей облигаций одного выпуска может стать препятствием для принятия решения о «реструктуризации» задолженности на общем собрании владельцев облигаций (ОСВО). Чтобы стимулировать владельцев облигаций участвовать в голосовании, эмитенты прибегают к различным инструментам. Один из таких — установление премии за участие в ОСВО. Можно выделить три основных группы таких премий:

- Плата за участие (*participation fee*) — плата за само участие в голосовании, не связанная с тем, как проголосует держатель;

- Плата за скорость (*early bird premium*) — дополнительное вознаграждение для тех, кто проголосовал раньше определенного срока;
- Плата, зависящая от вида голоса, — плата (например, *consent fee*) или дифференцированная компенсация, зависящая от того, проголосовал ли держатель в пользу предлагаемых изменений. Вопрос о допустимых границах стимулирования участия в ОСВО находится в поле зрения Банка России. Регулятор анализирует складывающуюся практику и вырабатывает подходы к её оценке. Настоящая статья представляет собой попытку

систематизировать основные виды стимулирующих механизмов и обозначить критерии их допустимости.

Рассмотрим каждый вид премий в отдельности, а затем проанализируем границы их использования с точки зрения принципа равенства прав владельцев облигаций одного выпуска.

Плата за участие (*participation fee*)

Плата за участие выплачивается всем проголосовавшим владельцам облигаций (неважно, «за» или «против») при условии, что голосование состоялось. Такой стимул поощряет держателей к участию в голосовании и позволяет эмитенту собрать достаточное для достижения кворума число голосов.

Поскольку такое вознаграждение не зависит от результата голосования, оно не принуждает владельца облигаций выбирать ту или иную позицию. Таким образом, данный стимул мотивирует ознакомиться с вопросами повестки и высказать свое мнение, но не оказывает влияния на волю участников. Эмитент не поощряет какое-то конкретное решение и не ущемляет отдельные категории владельцев облигаций.

В итоге стимулы типа «*participation fee*» традиционно считаются наименее проблемными. Необходимо только отметить, что сумма вознаграждения должна быть умеренной, чтобы не создавать чрезмерных стимулов. Слишком большая плата может подтолкнуть даже не заинтересованных инвесторов принимать участие лишь ради денег, что может сместить акцент с содержательной оценки предложений эмитента. Разумная компенсация участия способствует повышению явки без ущерба для справедливости и свободы принятия решения.

Такой подход используется в российской практике ОСВО. В частности, на одном собрании владельцев облигаций эмитента из сектора агропромышленного комплекса повестка дня предусматривала

предоставление согласия на внесение изменений в решение о выпуске, включавших установление права всех владельцев облигаций на получение единовременного дополнительного дохода в размере 1,5% от номинальной стоимости. Вознаграждение предлагалось всем участникам собрания вне зависимости от того, как они проголосовали. Это не создаёт экономического принуждения и не нарушает принцип равенства облигационеров внутри выпуска, поскольку объём прав остаётся одинаковым для всех держателей ценных бумаг.

Плата за скорость (*early bird premium*)

Данный вид стимулов представляет собой вознаграждение для тех держателей облигаций, которые проголосуют заранее — до определенного момента времени (обычно в первые несколько дней после начала процедуры).

Подобные премии поощряют быструю реакцию держателей: они мотивируют инвесторов проголосовать как можно раньше. Эмитент заблаговременно получает представление о величине явки, а также определенность в достижении кворума. Такой тип вознаграждения соответствует принципу равенства прав владельцев облигаций: все участники имеют равную возможность проголосовать в определенный срок и получить вознаграждение.

Плата, зависящая от вида голоса (*consent fee, exit consents* и пр.)

В эту группу входят вознаграждения для держателей облигаций, проголосовавших в пользу вынесенных на повестку дня вопросов. Наиболее известен термин *consent fee* (вознаграждение за согласие). К этой группе также можно отнести и другие формы «дифференцированного» вознаграждения. Например, механизм *exit consents*, при котором

владельцы облигаций в качестве условия получения новых облигаций голосуют за ухудшение условий по текущему выпуску. Это негативно сказывается на положении инвесторов, не согласившихся на такой обмен. Они могут посчитать такое голосование несправедливым и оспорить его результаты.

Данные стимулы существенно влияют на волеизъявление владельцев облигаций. Поскольку получить вознаграждение можно только при голосе «за», появляется желание голосовать ради получения выгоды, а не исходя из оценки конкретных обстоятельств. Формально процесс принятия решений будет иметь обычный вид, но на деле он превращается в «покупку» голосов эмитентом. Таким образом, размывается сама идея коллективного принятия решения.

В российской практике начинают появляться примеры подобных соглашений. Так, в апреле 2025 года эмитент предложил облигационерам реструктуризацию нескольких выпусков на следующих условиях: перенос погашения номинала на 2030 год, процентная ставка 10% годовых с 2026 года, а также распределение между владельцами облигаций до 21% акций в качестве компенсации за все невыплаченные купонные периоды. При этом условия распределения акций были дифференцированы в зависимости от результата голосования: проголосовавшие «за» получали 0,5 акции на облигацию, остальные — 0,05 акции.

В результате голосования внутри одного выпуска облигаций возникло две группы бумаг с десятикратной разницей в доходности. Такая конструкция экономически принуждает инвесторов голосовать «за» вне зависимости от реальной оценки предложения, поскольку фактически выбор смещается в сторону получения или неполучения хотя бы какой-то доходности за пропущенные купонные периоды.

Описанный механизм реструктуризации получил оценку в судебной практике. Арбитражный суд города Москвы

в решении по делу, связанному с тем же эмитентом, квалифицировал дифференциацию вознаграждения в зависимости от результата голосования как нарушение статьи 10 ГК РФ и принципа равенства кредиторов, прямо указав на то, что подобный механизм представляет собой принуждение инвесторов к определённо-му волеизъявлению.

Отдельно необходимо обратить внимание на акции, которые получают облигационеры в случае успешной реструктуризации. Многие эмитенты являются непубличными обществами, их акции не размещаются на бирже. В результате замены купонного дохода на акции инвесторы, в том числе и неквалифицированные, становятся участниками непубличного общества, и некоторые из них не по своей воле.

Принцип равенства владельцев облигаций

При использовании любых стимулирующих механизмов ключевым ограничителем выступает принцип равенства владельцев облигаций. Он предполагает одинаковый объём прав каждого держателя внутри одного выпуска, включая право на получение дохода. Именно этот принцип определяет допустимые инструменты повышения явки.

Принцип равенства владельцев облигаций закреплён в том или ином виде в большинстве развитых правовых порядков. В российском законодательстве он отражается в признаках эмиссионных ценных бумаг, согласно статье 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»¹.

Французское законодательство устанавливает, что все ценные бумаги одного выпуска имеют одинаковый набор прав и никакой держатель не обладает большими правами по сравнению с другим². Кроме того, французское право объединяет держателей ценных бумаг в единую «массу» для принятия общих решений, что препятствует выделению иных групп внутри выпуска.

В немецком праве прямо закреплено требование равного обращения с кредиторами одного выпуска облигаций³. В литературе подчеркивается, что цель этих норм — уравнивать позиции всех владельцев одной облигации и не допустить произвольного ущемления интересов меньшинства⁴.

В США статья 316(b) Закона о трастовых соглашениях 1939 г. (Trust Indenture Act) фактически запрещает односторонние изменения ключевых условий займа большинством голосов. Именно в этом контексте *consent fee* приобрёл в американской практике особое распространение: не имея возможности провести изменения голосованием большинства, эмитенты стараются достигнуть нужного результата с помощью стимулирующих выплат.

Исследователи отмечают, что такие условия дают части держателей облигаций ощутимые преимущества. Зачастую вместо концентрации усилий на освещение условий реструктуризации и приглашения максимального количества кредиторов, компания отдаёт часть выгод активным кредиторам. Это явное отступление от принципа равенства владельцев облигаций: механизмы коллективного голосования не предполагают, что кто-то может иметь лучшее положение только за счет голосования определённым образом.

В европейских правовых порядках также появляются дела, в которых рассматривается допустимость использования эмитентами стимулирующих механизмов. Так, в деле *Hunkemöller vs. Selecta* миноритарные кредиторы оспаривали подобные механизмы используя аргумент о том, что большинство обязано использовать свои договорные полномочия добросовестно и в интересах всех кредиторов. В деле *Victoria* эмитент предложил держателям облигаций обмен текущих облигаций на новые, которые были выше по очередности погашения. При этом владельцы облигаций того же выпуска, которые отказались от такого

обмена, автоматически оказывались в подчинённой позиции по отношению к согласившимся кредиторам.

Примечательно, что европейские суды также рассматривают подобные механизмы через призму принципов добросовестности и равенства кредиторов. В различных юрисдикциях суды используют сходную аргументацию при решении данных дел о допустимости платы за голосование.

Проблема стимулирования участия облигационеров в голосовании отражает фундаментальный конфликт между эффективностью коллективного принятия решений и защитой прав отдельных инвесторов. Российская практика ОСВО демонстрирует, что эмитенты всё активнее прибегают к различным инструментам такого стимулирования, от нейтральных *participation fee* до вознаграждения, зависящего от результата голосования.

На наш взгляд, выработке сбалансированных подходов могло бы способствовать прямое закрепление в законодательстве принципа равенства владельцев облигаций одного выпуска применительно к условиям проведения ОСВО, а также рекомендации, ориентирующие эмитентов на недопустимость экономического принуждения при голосовании. □

ПРИМЕЧАНИЕ

¹ Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

² Article L213-5 of the French Monetary and Financial Code. URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000006647664

³ § 5(2) Satz 2 Gesetze über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG). https://www.gesetze-im-internet.de/schvg/_5.html

⁴ Anleiherestrukturierung – ein weites und komplexes Feld. Restrukturierungsmöglichkeiten nach SchVG, StaRUG und InsO. 2022.