

**Андрей Чернов**

ведущий юрист-консульт по сопровождению операций с ценными бумагами и сделок на финансовых рынках  
ООО «МКБ Капитал»

**Николай Павлов**

юрист

## РОЛЬ СОБРАНИЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ПРИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ЭМИТЕНТА ПО ВЫПУСКАМ ОБЛИГАЦИЙ

В СТАТЬЕ АНАЛИЗИРУЮТСЯ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ С ПРИМЕНЕНИЕМ ТАКОГО ИНСТРУМЕНТАРИЯ, КАК ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ ПРЕДСТАВИТЕЛЬ.

### ВВЕДЕНИЕ

С 1 июля 2014 г. вступила в силу гл. 6.1 Федерального закона от 23 июля 2013 г. № 210-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг), которая ввела ранее не известные отечественному правопорядку институты представителя владельцев облигаций (далее – ПВО) и общего собрания владельцев облигаций (далее – ОСВО). Несмотря на то что

с момента вступления в действие указанной главы прошло более двух лет, обязанность в предусмотренных законом случаях назначения ПВО возникла только 1 июля 2016 г. При этом, как показывает практика, рынок оказался недостаточно подготовленным к таким изменениям. Далеко не все ПВО, включенные в список лиц, осуществляющих деятельность представителей владельцев облигаций<sup>1</sup>, имеют в полной мере представление о том,

в чем заключается их роль (за исключением нескольких компаний, наработавших опыт ПВО задолго до вступления в силу требований об обязательном назначении ПВО). Впрочем, и сами эмитенты пока не оценили все возможные преимущества ПВО, рассматривая в большей степени обязанность по назначению ПВО как дополнительные экономические издержки. При этом, в связи с тем что договор с ПВО заключается эмитентом, опре-

<sup>1</sup> [https://www.cbr.ru/finmarkets/print.aspx?file=files/supervision/list\\_representatives.htm&pid=sv\\_secu&sid=ITM\\_15748](https://www.cbr.ru/finmarkets/print.aspx?file=files/supervision/list_representatives.htm&pid=sv_secu&sid=ITM_15748).

деленная степень недоверия в отношении фигуры ПВО также существует и у инвесторов, которые расценивают ПВО в качестве связанного с эмитентом лица.

Несмотря на конструктивную критику некоторых исследователей<sup>2</sup>, авторы статьи склонны оценить введение институтов ПВО и ОСВО как позитивное изменение в отечественном правовом порядке, которое назревало уже давно. Необходимость внедрения института ПВО и ОСВО отмечалась в проекте Концепции развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках<sup>3</sup> еще в 2009 г.

Роль ПВО и ОСВО на финансовых рынках сложно недооценить при проведении реструктуризации обязательств эмитента в рамках выпусков облигаций, по которым у владельцев облигаций возникло право выкупа. Именно благодаря ПВО и ОСВО повышается как экономическая эффективность проведения реструктуризации, так и вероятность ее успешного проведения при соблюдении баланса интересов эмитента и владельцев облигаций.

Как показывает сравнительный анализ практики проведения реструктуризаций, имевших место в кризисные 2008–2009 гг., и реструктуризаций с применением механизмов ПВО и ОСВО в 2015–2016 гг.<sup>4</sup>, их осуществление с участием ПВО и ОСВО позволяет сократить сроки реализации этого процесса в 2–3 раза, а также прекратить обязательства эмитента по облигациям полностью или частично в отношении всего выпуска облигаций, что ранее было практически невозможно в связи с серьезными трудностями по достижению соглашений с каждым отдельным владельцем облигаций.

Целью настоящей статьи является попытка устранить пробелы, связанные с недостаточной теоретической разработанностью вопросов деятельности ПВО и ОСВО в литературе, а также отсутствием комплексного анализа проведенных реструктуризаций с использованием новых механизмов.

## КРАТКАЯ ИСТОРИЧЕСКАЯ СПРАВКА

Одно из первых упоминаний о собрании владельцев облигаций и их предста-

вителях в отечественном законодательстве содержится в высочайше утвержденном мнении Государственного Совета Российской Империи № 3810 от 12 июня 1886 г., которым был учрежден комитет владельцев облигаций при Санкт-Петербургском городском кредитном обществе, заложивший основы защиты интересов владельцев облигаций. В данный комитет назначались четыре представителя из числа всех владельцев облигаций, избираемых общим собранием облигационеров<sup>5</sup>.

Дальнейшее развитие положения о собрании владельцев облигаций и об их представителях получили в Проекте Гражданского Уложения Российской Империи, работа над которым началась в 1882 г. по распоряжению Александра III. В ст. 863 Уложения было закреплено, что владельцы облигаций вправе обратиться с требованием в акционерное товарищество — эмитенту облигаций о проведении собрания владельцев облигаций<sup>6</sup>, а ст. 866 Уложения устанавливала, что для защиты интересов владельцев облигаций собрание уполномочено избирать трех представителей. При этом в комментарии к данной статье указывалось, что для целей избежания излишних расходов, облигационерам в большинстве случаев достаточно избрать одного представителя<sup>7</sup>, что фактически приближено к современной модели ПВО. Однако, как известно, указанные выше положения Гражданского Уложения так и не были приняты, как не было принято и само Гражданское Уложение, которое в настоящее время может служить лишь в качестве исторической справки, иллюстрирующей уровень юридической мысли и развитие отечественного законодательства.

В отечественной юридической литературе вопросы собрания владельцев облигаций и их представительства получили свое отражение в конце XIX в. — начале XX в. Так, например, профессор юридического факультета Томского государственного университета Г. М. Колоножников писал: «Для предупреждения критических последствий, облигационеры нередко готовы понизить проценты, отсрочить время уплаты основного долга, отказаться от части требований и т. д., но это представля-

ется немыслимым, как бы ни была настоятельна необходимость, поскольку за отсутствием у облигационеров представителя, понадобилось бы добиться согласия у каждого облигационера в отдельности, что совершенно невыполнимо»<sup>8</sup>.

Указанные выше наработки отечественной юридической мысли о собрании владельцев облигаций и их представителях приобрели форму закона лишь в Гражданском кодексе РСФСР 1922 г., в ст. 363 которого содержались положения о созыве общего собрания владельцев облигаций, из числа которых избирались один или несколько представителей. Несмотря на то что ГК РСФСР действовал вплоть до 1964 г. и предполагалась возможность выпуска облигаций акционерными обществами, в действительности выпуск «частных» облигаций, находясь под государственным контролем, был существенно ограничен и осуществлялся преимущественно через товарные биржи, а с 1930 г. практически полностью исчез в связи с принятием Постановления ЦИК и СНК СССР «Об упразднении товарных бирж и фондовых отделов при них»<sup>9</sup>.

На этом историческое упоминание институтов собрания владельцев облигаций и их представительства в отечественном законодательстве и юридической литературе исчерпывается. В современной России упоминание данных институтов впервые появилось лишь в указанном выше проекте Концепции развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках, идеи которой впоследствии вылились в новую гл. 6.1 Закона о рынке ценных бумаг.

## ПВО И ТРАСТИ

В рамках общения с институциональными и частными инвесторами нередко можно услышать мнение, что институт ПВО является аналогом фигуры трасти (*trustee*), которая характерна для английского и американского правовых порядков. Такая аналогия, на взгляд авторов, не совсем корректна, поскольку концепция траста не свойственна российскому правовому порядку<sup>10</sup>. Более того, в английском праве и вовсе отсутствуют законодательные нормы, регулирующие деятельность

<sup>2</sup> Селивановский А., Селивановская М. Представитель владельцев облигаций: кому нужен этот институт // *Хозяйство и право*. 2013. № 11. С. 43–53. URL: [http://selivanovsky.ru/userfiles/files/trasti\\_sel.pdf](http://selivanovsky.ru/userfiles/files/trasti_sel.pdf).

<sup>3</sup> Концепция развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках // *Вестн. гражданского права*. 2009. № 2.

<sup>4</sup> Более подробный анализ практики реструктуризаций приведен в настоящей статье ниже.

<sup>5</sup> Полное собрание законов Российской Империи. Собрание (1881–1913). Том 6 (1886). С. 306–307. URL: [http://www.nlr.ru/e-res/law\\_r/content.html](http://www.nlr.ru/e-res/law_r/content.html).

<sup>6</sup> Гражданское Уложение. Книга пятая. Обязательства. Том четвертый (1899). С. 393.

<sup>7</sup> Гражданское Уложение. Книга пятая. Обязательства. Том четвертый (1899). С. 398.

<sup>8</sup> Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ. Томск, 1912. С. 168.

<sup>9</sup> Постановление ЦИК СССР, СНК СССР от 06.02.1930 г. «Об упразднении товарных бирж и фондовых отделов при них» // СПС «Консультант плюс».

<sup>10</sup> Подробное критическое упоминание попытки введения траста в российское законодательство см.: Брагинский М. И., Витрянский В. В. Договорное право. Договоры о выполнении работ и оказании услуг. Книга 3. 2002 // СПС Консультант плюс; Российское гражданское право: В 2-х т. Обязательственное право: Учебник. Том 2. (Автор главы Е. А. Суханов), 2011 // СПС Консультант плюс.

трасти<sup>11</sup>, что практически лишает возможности объективного сравнения данных институтов. Если проводить аналогии с зарубежными правовыми порядками, то более верным было бы сравнение с законодательством стран континентальной правовой семьи. Напротив, аналогию отечественного института ОСВО можно проводить с собраниями владельцев облигаций в странах общего права, в которых, также как и в странах континентального права, собрание владельцев облигаций играет важную роль для защиты прав инвесторов.

Во многих странах континентальной правовой семьи институт ОСВО и ПВО уже давно и прочно закрепился на законодательном уровне. Разработка отечественного института ПВО и ОСВО во многом основана на опыте таких стран. В частности, положения и ПВО, и ОСВО имеются в законодательстве Франции<sup>12</sup>, Италии<sup>13</sup>, Бельгии<sup>14</sup>, Люксембурга<sup>15</sup>, Германии<sup>16</sup>, Швейцарии<sup>17</sup> и ряда других зарубежных стран.

### ОБЯЗАТЕЛЬНОЕ НАЗНАЧЕНИЕ/ИЗБРАНИЕ ПВО

Требования об обязательном назначении эмитентом ПВО содержатся в п. 2 ст. 29.1 Закона о рынке ценных бумаг и применяются к облигациям с обеспечением, за исключением облигаций, обеспеченных государственной или муниципальной гарантией, облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов, в случае допуска облигаций с обеспечением к организованным торгам, а также при размещении облигаций с обеспечением путем закрытой подписки среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500. Помимо законодательных требований обязательное назначение ПВО предусмотрено Правилами листинга Московской Биржи в отношении облигаций без обеспечения, разме-

щаемых во втором и третьем уровне списка Биржи, рейтинг которых не превышает уровня *BB-* (*S&P Global Ratings* и *Fitch Ratings*) и *Ba3* (*Moody's Investors Service*) по обязательствам, выраженным в национальной валюте, в соответствии с международной шкалой рейтинговых агентств или рейтинг которых не выше *A+(I)* по классификации рейтингового агентства Эксперт РА, *BBB+* (*RU*) по классификации АКРА (*AO*), а также не выше уровня *ruAA-* (*S&P Global Ratings*) и *A+(rus)* (*Fitch Ratings*) в соответствии с национальной шкалой рейтинговых агентств<sup>18</sup>. Аналогичный уровень рейтинга может быть присвоен также самому эмитенту. Во всех иных случаях назначение ПВО не является обязательным. Таким образом, требование к обязательному назначению ПВО распространяется на значительное количество выпусков облигаций, размещаемых в России, в связи с чем роль ОСВО и ПВО на отечественном финансовом рынке будет стремительно расти<sup>19</sup>.

### ПРЕДЕЛЫ ПОЛНОМОЧИЙ ПВО И КОМПЕТЕНЦИИ ОСВО

В рамках настоящей статьи детальный анализ характеристики деятельности ПВО и ОСВО не приводится — этому уже посвящен ряд статей<sup>20</sup>, а также опубликованы общие обзоры изменений<sup>21</sup>. Остановимся подробнее на компетенции ПВО, которая в соответствии с п. 12 ст. 29.1 имеет тенденцию к расширительному толкованию, что, безусловно, имеет важное значение для целей реализации процедуры реструктуризации обязательств эмитента, которая может предполагать необходимость осуществления различных действий ПВО, право на осуществление которых прямо не указано Законом о рынке ценных бумаг.

Полномочия ПВО, указанные в гл. 6.1. Закона о рынке ценных бумаг, можно условно поделить на поименованные и непоименованные. Необходимость такого деления вызвана тем, что осуществление ПВО полномочий, исключительно по-

именованных в законе, зачастую недостаточно для проведения всех процедур реструктуризации, в связи с чем возник вопрос о расширении полномочий ПВО, что вызывало на практике ситуацию правовой неопределенности, связанную с определением предела полномочий ПВО.

Согласно подп. 8 п. 12 ст. 29.1 Закона о рынке ценных бумаг ПВО вправе осуществлять иные права с предварительного одобрения ОСВО, что существенно расширяет компетенцию ПВО по сравнению с поименованными полномочиями. В отличие от полномочий ПВО компетенция ОСВО представляет собой закрытый перечень и может быть расширена только путем внесения изменений в Закон о рынке ценных бумаг. В связи с этим встает вопрос: может ли ОСВО наделять ПВО любыми полномочиями, необходимыми для целей реструктуризации, или только в пределах, обозначенных в компетенции ОСВО?

Как показывает практика (ответ на данный вопрос можно почерпнуть только из практики реализации проектов с участием ПВО), ПВО по решению ОСВО может быть наделен дополнительными полномочиями, необходимыми для целей реструктуризации. В частности, по выпуску концессионных облигаций ООО «Магистраль двух столиц» ПВО был наделен полномочиями на подписание от имени и в интересах владельцев облигаций дополнительных соглашений о внесении изменений в договор залога по ступеням концедента, а также в договор залога прав по концессионному соглашению<sup>22</sup>. Также в рамках реструктуризации обязательств ПАО «Мечел» ОСВО предоставило ПВО право на заключение соглашения о расторжении (прекращении) договора поручительства<sup>23</sup>.

Таким образом, можно предположить, что ПВО может быть наделен дополнительным объемом прав для целей реализации своей деятельности в качестве представителя, не предусмотренным Законом о рынке ценных бумаг.

<sup>11</sup> Philip R. Wood. International Loans, Bonds and Securities Regulation, Sweet and Maxwell, art.10-7.

<sup>12</sup> Коммерческий Кодекс Франции, L228-60 — L228-65.

<sup>13</sup> Гражданский Кодекс Италии. Ст. 2415.

<sup>14</sup> Закон Бельгии о коммерческих компаниях. Ст. 91—95.

<sup>15</sup> Закон Люксембурга о коммерческих компаниях. Ст. 86—90.

<sup>16</sup> Закон об облигациях, размещенных по общей эмиссии. § 7.

<sup>17</sup> Швейцарский обязательственный закон. Ст. 1164—1174.

<sup>18</sup> Информация Банка России от 30.12.2016 г. «Об установлении перечня рейтинговых агентств, а также уровней кредитных рейтингов для целей включения ценных бумаг в котировальный список первого (высшего) уровня».

<sup>19</sup> Примечательно, что правилами листинга Санкт-Петербургской фондовой биржи не предусмотрены требования об обязательном назначении ПВО для включения в список Биржи, что позволяет размещать выпуски облигаций без назначения ПВО.

<sup>20</sup> Подробный гражданско-правовой анализ деятельности ПВО содержится в следующих публикациях: Селивановский А. Трасти: доверяй, но проверяй // *Sbondsreview* 2010. Январь—февраль; Малиновский М. Собрание владельцев облигаций и их представитель // Закон. 2011. № 6; Турбина Е., Малиновский М., Румянцев Д. Представитель владельцев облигаций: роль регулирования и практические аспекты // *Sbondsreview*. 2015. № 4; Павлов Н.В. Владелец облигаций намерен судиться с эмитентом. Как действовать представителю владельцев облигаций // Арбитражная практика, 2016. № 7. С. 28—33.

<sup>21</sup> Бычков О. Представитель владельцев облигаций. Новые требования к выпуску и обращению облигаций // Рынок ценных бумаг. 2016. № 2.

<sup>22</sup> ООО «Интерфакс-ЦРКИ» (Центра раскрытия корпоративной информации): <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=VFRSpd19x0m1cXVI80xBQ-B-B>.

<sup>23</sup> ООО «Интерфакс-ЦРКИ» (Центра раскрытия корпоративной информации): <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=x7biY2XpiUih5TYE-C6JiQ-B-B>.

Кроме того, фактом в пользу данного аргумента может служить то, что до этапа внесения законопроекта на рассмотрение в третье чтение Государственной думы текст законопроекта не содержал возможности расширения полномочий ПВО по решению ОСВО. Из этого следует, что законодатель намеренно ввел такую опцию для целей расширения компетенции ПВО и реализации тех или иных действий с участием ПВО. При этом необходимо сделать оговорку, что в настоящее время отсутствует какая-либо судебная практика по вопросам оспаривания полномочий ПВО, наделение которыми осуществлено по решению ОСВО и не предусмотрено Законом о рынке ценных бумаг.

Однако встречаются и такие решения ОСВО, не предусмотренные Законом о рынке ценных бумаг, которые требуют теоретического осмысления. Так, ОСВО ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка» приняло решение о согласии на заключение соглашения о прекращении отдельных обязательств по безотзывной ofercie другого общества новацией<sup>24</sup>.

## РОЛЬ ПВО И ОСВО ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ПРОЦЕДУРЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Отечественное законодательство не содержит термина реструктуризации для целей облигационных займов, однако определение реструктуризации долга содержится в п. 1 ст. 105 Бюджетного кодекса, которое, хоть и используется только для целей указанного кодекса, в определенной степени может быть применимо к реструктуризации в рамках выпуска облигаций. В соответствии с указанным определением под реструктуризацией понимается прекращение долговых обязательств с их заменой иными долговыми обязательствами, предусматривающими другие условия обслуживания и погашения.

Замена долга в рамках привлечения долгового финансирования посредством размещения облигаций может быть осуществлена путем внесения изменений в эмиссионную документацию, предусматривающих пролонгацию срока погашения облигаций (наиболее распространенный вариант) или принятие условия о конвертации облигаций выпуска в иные облигации того же эмитента, либо путем обмена существующих облигаций на новые через соглашение о новации или отступном.

В соответствии с подп. 1 п. 12 ст. 29.1 Закона о рынке ценных бумаг к полномочиям ПВО, помимо прочего, относится предоставление согласия от имени владельцев облигаций на внесение эмитентом изменений в решение о выпуске и (или) проспекте облигаций. При этом такое согласие может быть дано только в случае, если изменения не повлекут изменений объема прав по облигациям и (или) порядка их осуществления. В связи с тем что пролонгация срока погашения по облигациям имеет непосредственную связь с изменением объема прав владельцев облигаций, такие изменения могут быть внесены лишь по решению ОСВО. Более того, без решения ОСВО ПВО также не может осуществить подписание отступного или новации от имени всех владельцев облигаций.

В связи с этим для проведения процедуры реструктуризации равнозначное значение имеет как институт ПВО, так и институт ОСВО, в совокупности позволяющие создать полноценный механизм представления и защиты прав и интересов владельцев облигаций. При этом наиболее активную роль в процедуре реструктуризации играет ПВО, который непосредственно реализует волю ОСВО, а также свои собственные полномочия, предусмотренные Законом о рынке ценных бумаг.

В связи с этим, не останавливаясь подробно на роли ОСВО, которая ограничивается реализацией узкого круга полномочий, предусмотренных п. 1 ст. 29.7 Закона о рынке ценных бумаг, рассмотрим наиболее распространенные действия ПВО, которые он вправе осуществлять при проведении процедуры реструктуризации и которые в значительной мере позволяют сократить сроки проведения реструктуризации:

• **Внесение любых изменений в эмиссионную документацию (при наделении ПВО соответствующими полномочиями решением ОСВО).**

В случае необходимости проведения реструктуризации в отношении выпуска облигаций, по которому назначен ПВО, такой ПВО вправе предоставить согласие от имени всех владельцев облигаций выпуска на внесение эмитентом любых изменений в эмиссионную документацию (в случае если соответствующее полномочие не было предоставлено, указанное решение принимается решением ОСВО, что также позволяет существенно сократить сроки по сравнению с реструктуризациями, имевшими место до введения института в отечественное законодательство).

• **Представление интересов владельцев облигаций в отношениях с эмитентом.**

Предоставленная эмитенту возможность уведомления всех владельцев облигаций в лице ПВО позволяет ПВО оперативно получать необходимую информацию, своевременно предоставлять ее владельцам облигаций и оперативно принимать решения от имени и в интересах владельцев облигаций. ПВО, обладая всей полной информацией и действуя в интересах владельцев облигаций, должен тесно взаимодействовать со всеми владельцами, оказывать информационную поддержку по любым вопросам, связанным с правами, вытекающими из облигаций выпуска, что существенным образом упрощает диалог с инвестиционным сообществом.

• **Подписание документов от имени владельцев облигаций выпуска.**

Наделение соответствующим объемом полномочий со стороны ОСВО позволяет ПВО оперативно подписывать необходимые для целей реструктуризации документы и осуществлять по ним исполнение.

При этом в инвестиционном сообществе также существует точка зрения, что роль ПВО в определенной мере надуманна, а процедура реструктуризации может быть реализована и без непосредственного участия ПВО. Представителями такой точки зрения выдвигаются предположения, что функционал ПВО может осуществлять генеральный директор эмитента без привлечения стороннего лица. На наш взгляд, такая позиция заслуживает внимания, но не кажется конструктивной по следующим основаниям:

- *ПВО как профессиональный посредник.* ПВО — это профессионал, обладающий специальными знаниями, что особенно ценно в сделках со сложной структурой выпуска, например в рамках сделок секьюритизации или структурных выпусков облигаций. В данном контексте ПВО полезен не только эмитенту как «голос» инвесторов, но и владельцам облигаций в качестве своеобразного персонального консультанта, что в особенности имеет большое значение для неквалифицированных инвесторов, которые не всегда имеют полное представление о природе того или иного финансового инструмента;

- *ПВО как независимое лицо.* По формальным основаниям ПВО является лицом, связанным с эмитентом в силу существующего между ними договора, при этом фактически ПВО представляет и защищает интересы владельцев облигаций.

<sup>24</sup> ООО «Интерфакс-ЦРКИ» (Центр раскрытия корпоративной информации): <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=Qrb0jKFS20SJz7LECI8og-B-B>.

Поскольку институт ПВО — это новый и недостаточно развитый институт, на первых этапах его становления возможны злоупотребления со стороны ПВО в интересах эмитента. Однако необходимость завоевания доверия со стороны инвесторов в среднесрочной перспективе вытеснит недобросовестных ПВО с рынка.

- ПВО как особый вид деятельности. Несмотря на кажущуюся легкость, деятельность ПВО заключается в сложной и кропотливой работе как с эмитентом, так и с каждым инвестором в отдельности, что на практике занимает много времени. Владельцы облигаций хотят видеть в ПВО союзника, который понимает их и транслирует их волю эмитенту. В связи с этим такой вид деятельности практически невозможно совмещать с любой иной деятельностью. В случае если генеральный директор будет осуществлять функционал ПВО, то польза от данного института будет сведена к нулю.

### ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

В подп. 4 п. 1 ст. 29.7 Закона о рынке ценных бумаг предусматривается два способа прекращения обязательств, которые рассматриваются в качестве возможных вариантов реструктуризации: отступное и новация.

Каждому из указанных способов прекращения обязательств в ГК РФ посвящено по одной короткой статье, которые недостаточно изучены в отечественной доктрине<sup>25</sup>. Для восполнения пробелов и в помощь участникам оборота Высший Арбитражный суд Российской Федерации (далее — ВАС РФ) около десяти лет назад подготовил два информационных письма, которые внесли некоторую, но не окончательную ясность в понимание рассматриваемых институтов<sup>26</sup>.

Недостаток правового регулирования предусмотренных Законом об акционерных обществах способов прекращения обязательств компенсируется доктриной. Так, С. В. Сарбаш указывает, что «отступное является реальной сделкой, которая исполняется при ее совершении и влечет правовые последствия при передаче отступного... Соглашение об от-

ступном реализуется предоставлением имущества, поэтому обязательство прекращается в момент его получения другой стороной»<sup>27</sup>.

В отличие от отступного, «центральный юридическим моментом в новации является взаимная воля сторон новировать обязательство, прекратив тем самым первоначальное обязательство и поставив на его место новое обязательство»<sup>28</sup>. Новация является консенсуальной сделкой, следовательно, соглашение о новации в рамках реструктуризации влечет возникновение у эмитента новых обязательств и прекращение имеющихся с момента достижения договоренности по всем существенным условиям.

При определении наиболее подходящего способа реструктуризации важно очертить круг обязательств, которые имеются или могут возникнуть у эмитента из облигаций, а также установить основные отличия новации от отступного, поскольку неверный выбор способа реструктуризации может поставить под угрозу ее успешную реализацию.

Возможны следующие обязательства из договора облигационного займа:

- по выплате купонного дохода;
- по амортизационным выплатам;
- по приобретению облигаций, на основании заявленных владельцами облигаций требований об их выкупе;
- по выплате покупной стоимости облигаций в связи с их приобретением;
- по выплате неустойки за несвоевременное исполнение обязательств по облигациям;
- по выплате процентов за пользование чужими денежными средствами.

Если эмитент планирует прекратить обязательства с владельцами облигаций путем предоставления отступного, обязательства будут прекращены не с момента получения согласия ОСВО на заключение соглашения о прекращении обязательств эмитента предоставлением отступного или с момента подписания соглашения об отступном, а в момент получения отступного владельцами облигаций, в отличие от соглашения о новации, которое прекращает обязательства из облигаций с момента его подписания. При составлении соглашения об отступном или новации необходимо внимательно прописать

перечень обязательств эмитента. В противном случае возможно возникновение обстоятельств, при которых отступное или новация прекратят только часть обязательств эмитента перед владельцами облигаций и повлекут риск предъявления исков к эмитенту в отношении не прекратившихся обязательств. Такая ситуация может возникнуть, например, в случае, если соглашением не предусмотрено прекращение обязательств по выплате неустойки или процентов за пользование чужими денежными средствами.

В широком смысле под новацией понимается любое изменение условий договора, а в узком — только те изменения, которые меняют существо обязательства. Исходя из опыта проведения реструктуризаций на российском рынке, в рамках которых прекращение обязательств осуществлялось подписанием соглашения о новации, зачастую заемное обязательство, выраженное в определенном денежном эквиваленте, заменяется тем же обязательством и в той же валюте, но в существенно меньшем размере. Таким образом, обязательство из облигаций фактически остается неизменным, в связи с чем встает вопрос о теоретической обоснованности использования новации при указанной структуре сделки, которая по своей сути больше похожа на прощение долга.

Представляется, что в Закон о рынке ценных бумаг можно внести изменения, предусматривающие дополнительное полномочие ОСВО о предоставлении согласия на заключение соглашения о прощении долга от имени владельцев облигаций, что могло бы быть применимо, например, в части выплаты очередного купонного дохода, с целью предоставления эмитенту времени на исправление своего экономического положения. При этом существует вопрос о квалификации прощения долга в качестве дарения, а как известно, в случае если в качестве инвестора выступает юридическое лицо, такая сделка на основании п. 1 ст. 575 ГК РФ будет являться недействительной.

Однако в соответствии с п. 3 Информационного письма ВАС РФ № 104<sup>29</sup> отношения кредитора и должника по прощению долга можно квалифицировать как дарение, только если судом будет

<sup>25</sup> Дискутируются вопросы о реальном или консенсуальном характере отступного, его факультативности, отличия новации от изменения договора и иные вопросы. См. подробнее: Шилоховост О. Ю. Отступное в гражданском праве России. М., 1999; Бациев В. В. Обязательство, осложненное условием об отступном (замене исполнения). М., 2003; Крашенинников Е. А. О проблематике предоставления вместо исполнения/ Очерки по торговому праву: Сборник науч. тр. Вып. 9. Ярославль, 2002; Егорова М. А. Концепция реализации способов прекращения гражданско-правовых обязательств. Дис. д-та юрид. наук. М., 2013.

<sup>26</sup> Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 21.12.2005 г. №102 «Обзор практики применения арбитражными судами статьи 409 Гражданского кодекса РФ» и Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 21.12.2005 г. №103 «Обзор практики применения арбитражными судами статьи 414 Гражданского кодекса РФ».

<sup>27</sup> Сарбаш С. В. Элементарная догматика обязательств: учебное пособие. М., 2016. С. 316.

<sup>28</sup> Он же. Там же. С. 323.

<sup>29</sup> Информационное письмо ВАС РФ № 104 «Обзор практики применения арбитражными судами норм Гражданского кодекса Российской Федерации о некоторых основаниях прекращения обязательств» от 21.12.2005 г.

установлено намерение кредитора освободить должника от обязанности по уплате долга в качестве дара. Между тем в случае прощения долга в части выплаты купонного дохода намерение кредитора одарить должника отсутствует и направлено на обеспечение возврата непрощенной части будущей задолженности (выплаты будущего купонного дохода, а также номинала облигаций в дату погашения).

В связи с этим представляется, что законодатель необоснованно обошел стороной возможность прекращения обязательств по облигациям прощением долга.

С момента вступления в силу гл. 6.1 Закона о рынке ценных бумаг прекращение обязательств с владельцами облигаций с помощью отступного или новации было осуществлено в отношении 21 выпуска облигаций 5 эмитентов (ПАО «Мечел», ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка», ПАО «ДВМП», АО «ННК-Актив», ООО «ЮТэйр-Финанс»). Так, в отношении 2 выпусков облигаций 13-й и 14-й серии ПАО «Мечел», 2 выпусков облигаций серии 04 и 06 АО «ННК-Актив», 9 выпусков биржевых облигаций серии БО-06, БО-07, БО-08, БО-09, БО-10, БО-11, БО-12, БО-13, БО-16, а также 1 выпуска облигаций серии 05 ООО «ЮТэйр-Финанс» прекращение обязательств эмитента было осуществлено с предоставлением отступного. При этом прекращение обязательств с помощью новации было осуществлено в отношении 5 выпусков облигаций ПАО «Мечел» серий 04, 16, 17, 18 и 19 и 1 выпуска об-

лигаций серии 01 ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка», а также 1 выпуска биржевых облигаций ПАО «ДВМП» серии БО-01. При этом вопрос повестки дня «о согласии на заключение от имени владельцев облигаций соглашения о прекращении обязательств по облигациям предоставлением новации» ставился также перед ОСВО ПАО «ДВМП» серии БО-02, по которому участники собрания единогласно проголосовали против. На момент написания статьи также проведено 9 ОСВО АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО) в отношении облигаций серии БО-01, БО-02, БО-03, БО-04, БО-П01, БО-П02, БО-П03, БО-П05 и облигаций серии 03 с вопросом повестки дня о предоставлении согласия на заключения от имени владельцев облигаций соглашения об отступном. При этом достичь согласия по данному вопросу удалось лишь по 6 выпускам облигаций серии БО-02, БО-03, БО-П01, БО-П02, БО-П03, БО-П05.

Одной из первых и наиболее быстрых реструктуризаций с участием ПВО и ОСВО является реструктуризация по облигациям ПАО «Мечел» 13-й и 14-й серии. В рамках данных выпусков удалось договориться о реструктуризации долга со всеми инвесторами в течение 14 дней с момента наступления дефолта. За этот период по решению ОСВО был назначен ПВО, приняты решения о внесении изменений в эмиссионную документацию, об отказе от права на досрочное погашение, о предоставлении согласия на заключение отступного<sup>30</sup>.

В отличие от реструктуризации, проведенной с участием ПВО и ОСВО, ранее проводившиеся реструктуризации, имевшие место в кризисные годы, занимали значительно больше времени. Так, например, в рамках неисполнения обязательств по облигациям серии 01 ООО «ГАЗ-финанс», наступившего 13 февраля 2009 г., реструктуризации всех бумаг выпуска достичь так и не удалось, а по состоянию на 27 мая 2009 г. совокупный объем реструктурированных бумаг составил 81,5% от общего количества бумаг, предъявленных к оферте<sup>31</sup>.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на то что институты ПВО и ОСВО являются новыми для отечественного правового порядка, они уже довольно успешно применяются эмитентами и держателями облигаций для целей реструктуризации. По мере накопления опыта и совершенствования стандартов деятельности ПВО и ОСВО будут оказывать все большее положительное влияние на рынок отечественного долгового финансирования, а активная роль первого поспособствует повышению уровня доверия к данному институту. При этом существующие нормы регулирования не в полной мере позволяют раскрыть потенциал институтов ПВО и ОСВО, в связи с чем в скором времени может возникнуть необходимость внесения изменений в законодательство. ■

<sup>30</sup> ООО «Интерфакс-ЦРКИ» (Центра раскрытия корпоративной информации): <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=FeUYdHZsukOn4IW-CvuoslQ-B-B>; <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=SB6bh58vEEWE09xV7Q60zA-B-B>

<sup>31</sup> Cbonds – Financial Information: <http://ru.cbonds.info/emissions/issue/5264>.

