



Банк России



О КОНЦЕПТУАЛЬНЫХ ПОДХОДАХ К РЕГУЛИРОВАНИЮ ВОПРОСОВ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРАВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Отчет об итогах публичного обсуждения
доклада для общественных консультаций

Москва
2020

СОДЕРЖАНИЕ

1. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ	2
1.1. Условия реструктуризации для различных категорий кредиторов	2
1.2. Оценка предлагаемых условий реструктуризации	3
1.3. Компромиссное соглашение	3
1.4. Принятие решения о реструктуризации.....	3
1.4.1. Квалифицированное большинство	3
1.4.2. Лица, не имеющие права участвовать в голосовании на ОСВО	4
2. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ОРГАНОВ УПРАВЛЕНИЯ	4
3. СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ	5
4. ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ	6
4.1. Взаимодействие с ПВО	6
4.2. Подача иска ПВО	6
4.3. Зависимость ПВО от эмитента.....	6
4.4. Требования к ПВО	7
5. ОТКАЗ ОТ ПРАВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ	7
ВЫВОДЫ	8

Материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

При использовании материалов доклада ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Т. Тюрина, Банк России.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

Банк России выражает благодарность всем лицам, принявшим участие в обсуждении доклада для общественных консультаций «О концептуальных подходах к регулированию вопросов обеспечения прав владельцев облигаций» (далее – Доклад), в том числе эмитентам, инвесторам, представителям владельцев облигаций (ПВО) и инфраструктурным организациям, и представляет отчет об итогах его обсуждения по каждому из разделов Доклада.

В настоящем отчете приводятся только сведения о мнениях участников публичных консультаций в отношении предложений и инициатив, обозначенных в Докладе, и не выражается позиция Банка России. Итоги обсуждения Доклада подведены в разделе «Выводы».

1. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

1.1. Условия реструктуризации для различных категорий кредиторов

Участники общественных консультаций отмечают, что установление разных условий реструктуризации для разных классов кредиторов является актуальной проблемой. Однако предложение о внесении в законодательство ограничивающих норм, связанных с недопущением принятия эмитентом невыгодных условий реструктуризации по облигациям по сравнению с другими обязательствами, отклонили более 75% опрошенных. Закрепление права взыскивать упущенную выгоду в связи с принятием более выгодных условий по реструктуризации иных обязательств эмитента отклонили более 85% респондентов, в том числе по причине отсутствия нарушенного права в подобных ситуациях.

Представители владельцев облигаций отмечали, что условия долговых обязательств могут изначально сильно различаться, а установление единых критериев для новых обязательств приведет к существенному увеличению сроков их согласования, а в ряде случаев – к невозможности реструктуризации в принципе и, вероятно, к банкротству эмитента. Также отмечалось, что в отсутствие конфликта интересов маловероятной видится реструктуризация, заведомо ухудшающая положение владельцев облигаций. В то же время согласие владельцев на реструктуризацию, которая выглядит нерыночной, может свидетельствовать о том, что в данных условиях подобная сделка может быть для них более приемлемой, чем банкротство эмитента.

В отношении ограничений, связанных с повторной реструктуризацией, предложения Банка России одобрили 23% респондентов. Большая часть опрошенных считают, что повторная реструктуризация, как и первичная, является волеизъявлением сторон и должна совершаться при равных законодательных требованиях. Невыгодная повторная реструктуризация, как и первичная, может быть отклонена, если все владельцы действуют добросовестно и разумно.

Одновременно опрошенными предложено следующее:

1. В целях недопущения возможного принятия невыгодного по сравнению с другими обязательствами решения на общем собрании владельцев облигаций (ОСВО) со стороны крупных держателей предлагается не учитывать голоса владельцев, которые одновременно являются кредиторами по другим обязательствам того же эмитента либо у которых открыты короткие позиции на акции эмитента, поскольку такие кредиторы могут принять заведомо неблагоприятные условия по облигациям, при этом добившись желаемых условий по индивидуальным обязательствам (займам, кредитам) либо ожидая падения цены на акции эмитента для получения прибыли с короткой позиции.

2. В качестве возможного развития процедуры реструктуризации предлагается составить ряд рекомендаций, содержащих сведения о лучших практиках, которые эмитент будет в добровольном порядке принимать или не принимать, отражая это в эмиссионных документах.

По мнению участников опроса, проблема невыгодности условий реструктуризации по облигациям по сравнению с другими обязательствами эмитента может быть решена не ограничительными мерами, а увеличением прозрачности процедуры и усилением контроля со стороны регулятора.

1.2. Оценка предлагаемых условий реструктуризации

Мнения по вопросу о необходимости обязательной независимой оценки параметров реструктуризации среди участников обсуждений разделились. Респонденты отмечают, что, с одной стороны, наличие такой оценки повысит прозрачность намерений эмитента для неквалифицированных инвесторов, а с другой – увеличит затраты либо эмитента (в период вынужденной реструктуризации это может ухудшить его финансовое состояние), либо владельцев облигаций (многие, вероятно, откажутся оплачивать эту услугу).

Наем профессиональной компании окажется сопряжен со значительными временными или финансовыми издержками, и такую услугу будут предоставлять только компании-однодневки, не нацеленные на долгосрочное выстраивание отношений с клиентами.

Среди лиц, которые могли бы оказывать услуги по оценке параметров реструктуризации, чаще других упоминались аудитор (38%) и кредитное рейтинговое агентство (23%). Также для этих целей были предложены кредитные организации, компании, специализирующиеся на реструктуризациях, оценщики, биржи и НРД.

В целом оценка условий реструктуризации для опрошенных не рассматривается в качестве обязательного условия при принятии решения о реструктуризации. Такой механизм может быть введен инициативно эмитентом или держателями бумаг на свое усмотрение и только в целях информирования последних, но не в качестве заключения, влекущего финансовые последствия или иную ответственность для лица, которое его выдало.

1.3. Компромиссное соглашение

В отношении института компромиссного соглашения, предусматривающего условия реструктуризации для всех классов кредиторов, у респондентов возник ряд уточняющих вопросов, исходя из которых можно сделать вывод о том, что внедрение такого института в текущих реалиях потребует детального прорабатывания самой процедуры и четкого понимания эмитентами преимуществ и недостатков такого способа реструктуризации.

Фактически действующее законодательство не запрещает эмитенту заключать подобного рода соглашения и сейчас, но без утверждения его условий судом. Вместе с тем такая практика не встречается, из чего можно сделать вывод о том, что этот способ договориться с кредиторами является гораздо более сложным для эмитента.

1.4. Принятие решения о реструктуризации

1.4.1. Квалифицированное большинство

При выборе квалифицированного большинства для принятия на ОСВО решения о реструктуризации, существенно изменяющей параметры выплат, мнения опрошенных разделились приблизительно поровну между вариантами 75 и 90%.

В поддержку текущего порога (75%) респонденты приводят довод, что рынок сейчас наполняется большим количеством частных инвесторов, в связи с чем переговорная ситуация для эмитентов будет усложняться, потребуются вести диалог с большим количеством держателей даже для получения 75%, а 90% в таком случае набрать будет практически невозможно. Также отмечают, что повышение порога до 90% повысит риск формирования групп деструктивно настроенных держателей, блокирующих любые рациональные предложения со стороны эмитента.

В пользу увеличения порога до 90% аргументированные позиции не представлены, за повышение порога до 95% высказался только один участник консультаций.

Установление различных порогов для принятия решений о реструктуризации в зависимости от характера изменений (снижение NPV, отсрочка выплат на 2 и более года или замена регулярных платежей на единовременный) прямо поддержано только одним респондентом.

1.4.2. Лица, не имеющие права участвовать в голосовании на ОСВО

Большинством участников обсуждения поддержаны меры по расширению перечня лиц, не имеющих права участвовать в голосовании на ОСВО. В частности, предложено к таким лицам отнести владельцев облигаций, если они, их супруги, родители, дети, полнородные и неполнородные братья и сестры, усыновители и усыновленные и (или) подконтрольные им лица (подконтрольные организации):

- являются контролирующим лицом эмитента;
- занимают должности в органах управления эмитента, а также должности в органах управления управляющей организации такого юридического лица, являются акционерами или участниками эмитента;
- имеют открытые короткие позиции по акциям и (или) облигациям эмитента, имеют открытые позиции по дериватам, базовым активом по которым являются акции и (или) облигации эмитента;
- являются кредитором (аффилированным лицом кредитора) эмитента и группы лиц, к которой относится эмитент, если задолженность эмитента и группы лиц, к которой относится эмитент, перед кредитором (аффилированными лицами кредитора) превышает задолженность по выпуску облигаций, по которому проводится ОСВО по вопросам, затрагивающим обязательства эмитента по облигациям;
- состоят с эмитентом в договорных или иных обязательственных отношениях, если участие в ОСВО такого лица по вопросу реструктуризации может каким-либо образом повлиять на указанные отношения между таким лицом и эмитентом.

2. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ОРГАНОВ УПРАВЛЕНИЯ

Прийти к единому мнению в отношении субсидиарной ответственности членов органов управления эмитента опрошенным не удалось. Так, были высказаны мнения о том, что такая ответственность должна быть, при этом необходимо четко определять причинно-следственную связь между действиями органов управления и убытками кредиторов.

В отношении предложения о введении солидарной с эмитентом ответственности за убытки, причиненные владельцам облигаций несправедливыми условиями реструктуризации, положительно высказались только несколько инвесторов. Озвучено мнение о том, что в рамках закона о банкротстве¹ уже предусмотрена ответственность членов органов управления: 1) за несвоевременную подачу заявления о банкротстве; 2) за невозможность полного погашения требований кредиторов. Профессиональным сообществом эти нормы уже оцениваются как достаточно жесткие и накладывающие на участников оборота значительные риски. Вве-

¹ Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

дение солидарной ответственности членов органов управления не улучшит положение кредиторов, так как, если юридическое лицо не в банкротстве, они могут предъявить требования к нему, а если в банкротстве – члены органов управления могут быть привлечены к субсидиарной ответственности, если имеются основания.

Неоднозначно воспринято также и предложение о разработке перечня добросовестных и разумных действий, которые ожидаются от членов органов управления эмитента в кризисной ситуации. Часть опрошенных высказались резко против, поскольку, в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации, добросовестность действий подразумевается. Кроме того, отмечается, что судебная практика в настоящее время уже выработала и продолжает совершенствовать список критериев, которые могут характеризовать действия членов органов управления и участников хозяйствующих субъектов как добросовестные и разумные. Вместе с тем четверть респондентов указали, что такие действия могут быть закреплены в качестве рекомендаций – например, на уровне Кодекса корпоративного управления.

Практически единогласно поддержана инициатива об обязательном одобрении советом директоров эмитента условий реструктуризации с публичным раскрытием такой информации.

3. СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ

Участники обсуждения единогласно согласились с утверждением, что в настоящее время информированность владельцев облигаций, в том числе по вопросам, связанным с ОСВО, является недостаточной. В перечень информации к ОСВО практически все респонденты дополнительно включили план реструктуризации и заключение независимого лица в отношении условий реструктуризации (при наличии).

При этом в состав плана реструктуризации (документа, содержащего основные условия реструктуризации) ПВО предлагают включать следующие сведения:

- о причинах дефолта, повлекших невозможность удовлетворения требований владельцев облигаций без проведения реструктуризации;
- о параметрах реструктуризации, в том числе юридической структуре сделки;
- об изменении денежного потока;
- о задолженности эмитента, его дочерних компаний и статусе взаимоотношений по иным обязательствам (суммы, наличие дефолта, условия реструктуризации, статус переговоров, обеспечение, судебные дела и пр.);
- сравнение потерь владельцев облигаций в результате реорганизации с потерями в результате банкротства эмитента.

Участники обсуждения отмечали важность упрощения процедуры голосования на ОСВО. Большинство физических лиц не участвуют в ОСВО просто потому, что это не только является затратным по времени, но и требует оплаты соответствующих услуг.

В качестве решения данной проблемы респондентами предлагается введение электронного голосования на ОСВО, участие в котором потребует от инвестора только наличия личного кабинета на сайте НРД, в котором ему будут доступны вопросы повестки дня ОСВО и возможность выбрать вариант голосования.

Такой способ участия в ОСВО позволит более широкому кругу лиц выражать свое мнение, повысит вовлеченность и, соответственно, уменьшит количество ОСВО, решения на которых не приняты в связи с отсутствием необходимого процента голосующих.

Кроме того, проводить в онлайн-режиме предложено не только ОСВО, но и встречи владельцев с ПВО и независимыми экспертами, которые могли бы ответить на вопросы, связанные с реструктуризацией.

4. ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

4.1. Взаимодействие с ПВО

Вопрос о введении на нормативном уровне порядка взаимодействия эмитента и ПВО поддержано большинством – 60% опрошенных. ПВО отмечают, что, несмотря на наличие договорных отношений между эмитентом и ПВО, отсутствие ответственности за непредоставление эмитентом информации (документов) по запросу ПВО может приводить к недобросовестному поведению эмитента при взаимодействии с ПВО. В частности, эмитент может длительное время уклоняться от исполнения запросов ПВО, игнорировать письма и телефонные звонки.

Концептуальных предложений в отношении изменений в порядке взаимодействия ПВО и владельцев облигаций респондентами не представлено.

В Докладе предлагалось наделить ПВО функцией обеспечения владельцев площадкой для коммуникации между собой, в том числе в случае наступления критических событий (дефолт, ОСВО с повесткой дня о реструктуризации). Мнения относительно необходимости такого взаимодействия владельцев облигаций среди участников опроса разделились. В числе препятствий к нормальному функционированию такой площадки ПВО отмечали невозможность идентификации владельцев облигаций, защиты конфиденциальности данных, представленных владельцами, а также потенциальный конфликт интересов в случае, если коммуникация будет осуществляться между отдельными владельцами одного выпуска облигаций, а не всеми.

Альтернативными вариантами коммуникации между владельцами являются чаты в мессенджерах и темы на форумах, создаваемые без участия ПВО. Такие способы активно используются сейчас, в частности, для обсуждения определенных вопросов, связанных с реструктуризацией, инвесторами часто используется форум на сайте smart-lab.ru.

4.2. Подача иска ПВО

Предложения, озвученные в Докладе, касающиеся обязанности подачи иска ПВО о взыскании средств с эмитента после истечения определенного срока с даты дефолта, поддержали 60% опрошенных. Однако основные доводы против введения такого требования высказали ПВО. Они отмечают, что подача иска в суд может не соответствовать волеизъявлению всех владельцев облигаций конкретного выпуска, может навредить положению эмитента в отношениях с банками-кредиторами (как ухудшающее условие по договору или ухудшение переговорной позиции). Кроме того, судебные расходы могут быть компенсированы эмитентом только в случае, если это предусмотрено решением о выпуске облигаций. На практике условия, связанные с ОСВО и компенсацией расходов ПВО, в решение о выпуске не включаются.

Вместо прямой обязанности подавать иск в суд в случае дефолта опрошенными предлагается созвать ОСВО за счет эмитента и решить на нем вопросы о дальнейших действиях: нужен ли иск в суд, кто будет представлять интересы в суде от имени владельцев (ПВО вправе привлекать третьих лиц, в данном случае это будут судебные юристы), как будут компенсировать расходы (в случае если это не предусмотрено договором с эмитентом).

4.3. Зависимость ПВО от эмитента

Факт зависимости ПВО от эмитента подтверждают более 60% участников опроса. При этом отмечается, что основную роль в этих взаимоотношениях играет финансовая составляющая – оплата услуг ПВО эмитентом. Предложенная в Докладе альтернатива – возможность оплаты услуг ПВО за счет владельцев облигаций – привела к разделению мнений.

В качестве вариантов обеспечения непрерывности деятельности ПВО (за счет непрерывности оплаты его услуг) в Докладе предлагались механизмы создания резервов за счет средств эмитента и страхования ответственности эмитента или предпринимательского риска ПВО. Практически все респонденты высказались за введение специального резерва, отметив при этом, что дополнительные расходы эмитента на пополнение резерва спровоцируют выбор эмитентами наиболее бюджетных ПВО, что, в свою очередь, может привести к демпингу цен на услуги.

ПВО отмечают, что такой резерв может быть использован не только на судебные расходы, но и на текущую деятельность – в частности, на запросы списков владельцев у НРД, оплату услуг счетной комиссии на ОСВО, созданном по требованию ПВО.

Предложение о представлении интересов владельцев в рамках одного выпуска несколькими ПВО не поддержал ни один из респондентов, ссылаясь на потенциально большое количество сложностей и юридических казусов. Например, ПВО должен по закону действовать в интересах всех владельцев, а в случае нескольких ПВО каждый из них будет защищать интересы отдельных групп, состав которых меняется. Кроме того, такая ситуация усложнит судебные процессы и нарушит порядок выплаты взысканных в судебном порядке средств через НРД.

Оплату услуг ПВО также предлагалось на законодательном уровне отнести к текущим платежам при введении процедур банкротства эмитента. Данное предложение было поддержано всеми опрошенными.

4.4. Требования к ПВО

С необходимостью расширения требований для включения ПВО в официальный список согласились более половины опрошенных. Поддержавшие инициативу участники указывали на необходимость введения требований к квалификации сотрудников, опыту работы на финансовом рынке, в меньшей степени – к размеру собственных средств и наличию лицензии профессионального участника (ПВО, участвующие в опросе, занимают лидирующие позиции на рынке ПВО, при этом не имея лицензий Банка России).

ПВО отмечают, что в условиях низких тарифов за услуги ПВО поддерживать штат многопрофильных сотрудников будет невыгодно, в том числе в связи с тем, что отдельные функции, такие как судебные процессы, не требуется исполнять регулярно. По этой причине целесообразнее для специальных действий привлекать третьих лиц с необходимой квалификацией. Требование об обязательном наличии лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг ПВО считают чрезмерным, так как это не повысит качества услуг, но увеличит их стоимость.

Исключение из официального списка ПВО по причине неосуществления деятельности в течение определенного периода (например, 1 года) поддержано практически всеми опрошенными.

Дополнительно предложены следующие основания: отсутствие ПВО по месту нахождения, указанному в ЕГРЮЛ, и невозможность осуществить связь с ним по контактными данным, указанным на странице в сети Интернет.

5. ОТКАЗ ОТ ПРАВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ

В отношении принятия на ОСВО решений об отказе от части прав владельцев (право требовать приобретения, досрочного погашения, на подачу иска в суд) все опрошенные высказались за установление единого порога. Однако при выборе самого порога мнения разделились между 75 и 90%. Один из ПВО предложил все подобные решения принимать 95% голосов.

В отношении отказа от права на обращение в суд с иском к эмитенту или лицу, предоставившему обеспечение по облигациям, часть респондентов высказались о необходимости исключения такого вопроса из компетенции ОСВО по причине ее противоречия основам Конституции и гражданского законодательства. Позиция заключается также в том, что отказываться от процессуального права можно в данном случае только вместе с отказом от материального права, т.е. решение об отказе от обращения в суд может быть принято только вместе с решением об отказе от права на досрочное погашение и (или) приобретение облигаций.

Среди тех участников опроса, которые не высказались резко против отказа от права на обращение в суд, большинство поддержало вариант принятия такого решения только при конкретизации исковых требований в формулировке вопроса на ОСВО. То есть, принимая решение отказаться от права на обращение в суд, инвестор должен четко понимать, какое именно требование он не вправе предъявить эмитенту (лицу, предоставившему обеспечение) в судебном порядке.

Участники обсуждения указывали также на необходимость установления конкретных обстоятельств, в отношении которых осуществляется отказ от права. То есть из решения ОСВО должно быть понятно, от какого именно права отказываются владельцы, в связи с какими действиями эмитента это право у них возникло и до какого момента владельцы соглашались это право не реализовывать. Такая конструкция призвана предотвратить отказ от прав, длящийся неопределенное время и распространяющийся на неограниченное количество нарушений со стороны эмитента.

ВЫВОДЫ

По мнению Банка России, в процессе обсуждения Доклада участники рынка обозначили готовность развивать правоотношения, связанные с обращением облигаций. При этом важным для участников остается гибкость при принятии тех или иных решений, вариативность возможных сценариев. Из предложений, полученных в рамках общественных консультаций, следует, что для рынка наиболее благоприятным вектором совершенствования правоотношений является мягкое регулирование, а не жесткие ограничения.

Банк России планирует продолжить работу над реализацией инициатив, поддержанных участниками консультаций, а также учтет все конструктивные предложения, поступившие в рамках обсуждения Доклада, при подготовке соответствующих нормативных актов.