



◀ **Елизавета ТУРБИНА,**  
партнер, LECAP

**Михаил МАЛИНОВСКИЙ,**  
партнер, LECAP ▶



**Дмитрий РУМЯНЦЕВ,**  
директор, Legal Capital  
Investor Services ▶



# Представитель владельцев облигаций: роль, регулирование и практические аспекты

**У**ровень развития рынка публичного долгового капитала можно проследить через эффективность работы механизмов реструктуризации публичного долга. В развитых системах такие механизмы должны сводить к минимуму затраты участников заемных отношений и предоставлять достаточный инструментарий для реализации изменения условий использования капитала в случае дефолта компании.

## ПРИЧИНЫ ПОЯВЛЕНИЯ ИНСТИТУТА

В целом, дефолт — это возможный сценарий развития для любого долга, к которому участники развитого финансового рынка должны быть изначально готовы. В сухом остатке дефолт — это игра. Игра, в рамках которой как происходит перераспределение текущей ценности корпорации, так и могут быть созданы новые условия роста рыночной стоимости должника. В кризисные периоды, когда новые размещения и привлечение капитала затруднены в силу высоких рисков и низкого уровня доверия, реструктуризации становятся той сферой, в которой происходит столкновение интересов сторон в поиске новых точек эффективности использования капитала.

Если на рынке не работают обязательные условия о совместных действиях владельцев

облигаций при дефолте (collective action clause — условия, предполагающие консолидацию воли кредиторов), реструктуризация для инвестора — это игра не только против компании, но и против других таких же инвесторов. Потенциально в таких условиях каждый опасается ситуации, когда другой кредитор получит лучшие условия и перераспределит в свою сторону выигрыш от возможной сделки с должником. Это приводит к ситуации, когда каждый крупный кредитор стремится создать такой механизм контроля за использованием капитала, который будет отражать именно его подход, а следовательно, увеличит издержки всех участников процесса и, вероятно, снизит общие шансы на успех («не кооперативная» игра с большим количеством участников). Именно так происходили реструктуризации облигаций в России в 2009–2011 годах.

С июля 2014 года ситуация в российском регулировании изменилась: через изменение Закона о рынке ценных бумаг заработали механизмы общего собрания владельцев облигаций (ОСВО) и их единого представителя (ПВО), который должен быть назначен по вновь размещаемым выпускам с 1 июля 2016 года в обязательном порядке в отношении определенных видов выпусков облигаций, как описано подробнее ниже.

Появление специального регулирования позволило реализовать в 2015 году ряд интересных реструктуризационных сделок, особенное место среди которых занимает реструктуризация облигаций ОАО «Мечел».

## ЗАРУБЕЖНАЯ ПРАКТИКА

### Зарубежное регулирование

Развитых стран, в которых выпуски облигаций происходят без назначения единого представителя владельцев облигаций, не так много. Обязательность участия представителя в данном случае может достигаться по-разному: в ряде стран (США, Таиланд, Португалия) наличие представителя является обязательным в силу законодательных требований, предусмотренных для публичных размещений облигаций; в некоторых странах в отсутствие обязательных требований необходимость единого представителя обусловлена работой инфраструктуры рынка и сложившейся практикой. В случае привычных для российских компаний еврооблигаций фигура трасти является центральным звеном, обеспечивающим на основании договорной документации работу механизма выпуска, а также возникновение и существование долга. По сути, единый представитель облигационеров — это лицо, обеспечивающее работу сложного механизма реализации долговых отношений как в их обычном состоянии, так и в случае неисполнения должником обязательств.

### Функции аналогичных ПВО институтов

В мировой практике функции единого представителя владельцев облигаций сводятся к следующим:

- i. Он обеспечивает контроль за эмитентом, поскольку определенная дополнительная информация, не раскрываемая публично, может в обязательном порядке по условиям выпуска передаваться представителю.
- ii. Он может участвовать в переговорах от имени владельцев облигаций в случае дефолта.
- iii. Он может вносить корректировки (например, при выпуске конвертируемых

в акции бумаг это может быть необходимо для сохранения пропорции на случай, если эмитент будет выпускать дополнительные акции до даты конвертации).

iv. Он предоставляет эмитенту защиту от неконструктивно настроенного облигационера (mad bondholder).

v. Он обеспечивает пропорциональное распределение платежей и т. д.<sup>1</sup>

При этом представитель владельцев облигаций действует как почтовый ящик между инвестиционным сообществом, эмитентом и консультантами. В международной практике трасти действует в четком соответствии со сформулированными в документации по конкретным выпускам процедурами, избегает принятия самостоятельных решений и осуществляет любые, даже самые простые действия, только основываясь на заключениях внешних консультантов, расходы на которых должны быть заранее авансированы или гарантированы либо эмитентом, либо владельцами.

## РОССИЙСКОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Из первоначальной редакции ст. 29.1 Закона о рынке ценных бумаг следовало, что эмитент облигаций обязан определить представителя владельцев облигаций:

1) в случае размещения облигаций путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, превышает 500;

2) в случае допуска облигаций к организованным торгам, за исключением облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Императивность данного правила во многом была оправдана. Можно спорить о справедливости обязательного назначения единого представителя владельцев облигаций в случае дефолта, но исторический анализ показывает: введение института представителей приводило к сокращению сроков дефолтов в несколько раз<sup>2</sup> и снижению издержек на контроль за использованием капитала. Таким образом, в конечном счете, существует определенный публичный интерес в существовании прозрачной инфраструктуры реструктуризации публичного долга.

<sup>1</sup> Philip R. Wood, International loans, bonds, and securities regulation 1995 by Sweet & Maxwell in London, с. 164.

<sup>2</sup> Rohan Pitchford, Restructuring the Sovereign Debt Restructuring Mechanism.



ФУНКЦИОНАЛ  
ПВО НАПРАВЛЕН  
НА ЗАЩИТУ  
ИНТЕРЕСОВ  
ИНВЕСТИТОРОВ,  
КОТОРЫЕ ЗАЧАСТУЮ  
МОГУТ РАСХОДИТЬСЯ  
С ИНТЕРЕСАМИ  
ЭМИТЕНТА

Федеральным законом от 29 июня 2015 года №210-ФЗ еще не вступившие в силу правила о назначении представителя были изменены: требования об обязательном назначении представителя были сохранены только для обеспеченных облигаций. При этом из общего правила были исключены государственные и муниципальные облигации, а также облигации, обеспеченные государственной и муниципальной гарантией.

Данное изменение также не оказалось финальным в регулировании еще не сложившейся индустрии. Поддержку институту оказала Московская биржа, предусмотревшая в своих правилах листинга обязательное условие о назначении представителя владельцев облигаций для выпусков облигаций без обеспечения, включаемых во второй и третий уровень котировального списка, если у выпуска или эмитента есть кредитный рейтинг от международных рейтинговых агентств на уровне ниже ВВ-/Вa3. Также правила листинга делают исключение из требования о наличии ПВО для эмитентов — кредитных организаций, эмитентов, акции которых включены в первый уровень котировального списка биржи, иностранных эмитентов и так далее.

Данный подход стоит признать оптимальным (поскольку непосредственно федеральное законодательство, менее гибкое для изменений, было очищено от дополнительных требований к участникам рынка) и соответствующим международной практике (в частности, именно правила Лондонской биржи, а не законодательство, предусматривали обязательность назначения представителя владельцев облигаций для листингуемых выпусков, и в дальнейшем сложившаяся рыночная практика обеспечила существование данного института даже после исключения соответствующего требования из правил листинга Лондонской биржи).

Полномочия представителя владельцев облигаций, установленные Законом о рынке ценных бумаг, можно разделить на пять основных групп:

i. Контроль за деятельностью эмитента/поручителя в части исполнения как платежных, так и финансовых и поведенческих обязательств перед инвестиционным сообществом (раскрытие информации, ковенанты, кросс-дефолты и пр.), информирование владельцев облигаций о выявленных обстоятельствах.

ii. Внесение технических изменений в эмиссионную документацию, не связанных с изменением прав.

iii. В рамках реструктуризации подписание соглашений, позволяющих урегулировать задолженность, от имени владельцев облигаций.

iv. Осуществление внесудебных и процессуальных действий в интересах инвесторов в случае дефолта.

v. По обеспеченным выпускам — выполнение функций залогодержателя (управляющего залогом), в том числе осуществление внесудебного порядка взыскания предмета залога.

До размещения выпуска облигаций эмитент вправе назначить представителя владельцев облигаций, который не может быть эмитентом, поручителем, лицом, оказывающим услуги по организации размещения и размещению облигаций, а также одним из контролирующих их или подконтрольных им лиц. Законодательство предусматривает упрощенный уведомительный порядок внесения изменения в отношении назначения представителя владельцев облигаций до даты начала размещения.

#### **Ответственность представителя владельцев облигаций**

Законодательство предусматривает возможность ограничить размер ответственности ПВО перед владельцами облигаций на уровне не ниже его десятикратного годового вознаграждения в случае неосторожных действий (бездействия). В случае намеренных действий, мошенничества или злого умысла размер ответственности ПВО не ограничен, что в целом соответствует мировой практике.

Вместе с тем, дискуссионным является вопрос ответственности ПВО перед эмитентом. Прежде всего, важно помнить, что функционал ПВО направлен на защиту интересов инвесторов, которые зачастую могут расходиться с интересами эмитента. Отсюда и закрепленные на уровне Закона о рынке ценных бумаг положения о минимальном уровне ответственности. С другой стороны, именно эмитент в утверждаемой им эмиссионной документации устанавливает порядок взаимодействия владельцев облигаций с ПВО и подписывает с ним соответствующее соглашение. Целесообразно включать в договор между ПВО и эмитентом необходимые положения на этот счет.

#### **ПВО и общее собрание владельцев облигаций (ОСВО)**

Наряду с эмитентом и владельцами не менее чем 10% находящихся в обращении облигаций соответствующего выпуска, ПВО вправе инициировать проведение общего собрания владельцев облигаций (ОСВО).

Решение общего собрания владельцев облигаций является обязательным для всех владельцев облигаций, в том числе для тех, что голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании.

Общее собрание владельцев облигаций проводится отдельно по каждому выпуску облигаций.

Эмитент или лицо, предоставившее обеспечение по облигациям, а также подконтрольные и контролирующие лица, являющиеся владельцами облигаций, не обладают правом голоса на общем собрании владельцев облигаций по вопросам, поставленным на голосование.

НРД, осуществляющий централизованное хранение облигаций, осуществляет функции по проверке полномочий и регистрации лиц, участвующих в ОСВО, путем обеспечения установленного порядка голосования и прав владельцев облигаций на участие в голосовании, подсчета голосов и подведения итогов голосования, составления протокола об итогах голосования.

Текущее законодательство устанавливает закрытый список вопросов, отнесенный к компетенции ОСВО, а именно:

i. Согласие на внесение эмитентом изменений в эмиссионные документы (решение о выпуске и/или проспект облигаций), связанных с объемом прав по облигациям и порядком их осуществления.

ii. Отказ от права требовать досрочного погашения облигаций в случае возникновения у владельцев облигаций указанного права.

iii. Отказ от права на предъявление требования к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе требования об обращении взыскания на заложенное имущество, в случае возникновения у владельцев облигаций указанного права.

iv. Согласие на заключение от имени владельцев облигаций соглашения о прекращении обязательств по об-

лигациям с предоставлением отступного или новацией, а также об утверждении условий указанного соглашения.

v. Отказ от права на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций и лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе с требованием о признании указанных лиц банкротами.

vi. Предоставление представителю владельцев облигаций права самостоятельно принимать решение по вопросу, указанному в пункте i выше.

vii. Избрание представителя владельцев облигаций.

viii. Реализация права на обращение в суд с требованием к эмитенту облигаций и к лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, в том числе с требованием о признании указанных лиц банкротами.

Учитывая, что перечень вопросов в компетенции ОСВО закрытый, возникает достаточно осязаемый риск принятия решений за рамками компетенции, установленной законом. Например, законодательство не относит к компетенции ОСВО отказ от права требовать процентов за пользование чужими денежными средствами в соответствии со ст. 395 ГК РФ или отказ от иных штрафных санкций, что в случае наступившего дефолта и последующей реструктуризации не позволяет в полном объеме урегулировать объем возникшей задолженности. Исходя из этого, можно предположить, что утвержденные решения по вопросам, не отнесенным к компетенции ОСВО законодательством, фактически не являются обязательными для всех владельцев облигаций. С другой стороны, такой подход ограничил бы владельцев облигаций как фактических кредиторов эмитента в принятии каких-либо иных решений, которые могут быть существенны и полезны для защиты их интересов.

Кроме того, законодательство не позволяет изменять повестку дня общего собрания владельцев облигаций, что (например, в случае уже упомянутой выше реструктуризации) может привести к необходимости повторного проведения общего собрания владельцев облигаций, если не все необходимые вопросы были рассмотрены на одном заседании (например, в силу объективной невозможности заблаговременно сформулировать необходимые вопросы для голосования).

Нарушение определенной законодательством компетенции ОСВО или изменение повестки могут поставить под угрозу действительность принятых таким собранием решений, что налагает определенные ограничения на участников такого собрания

| Дата            | Изменения в регулирование  | Когда обязательно назначение ПВО  |
|-----------------|--|---|
| Июль 2013 г.    | Новая глава 6.1 в законе о рынке ценных бумаг в отношении ПВО и ОСВО | Для всех выпусков облигаций по открытой подписке или по закрытой в пользу круга лиц свыше 500   |
| Июнь 2015 г.    | Изменения в гл. 6.1 закона о рынке ценных бумаг                      | Для всех выпусков облигаций с обеспечением, за исключением государственных и муниципальных гарантий, по открытой подписке или по закрытой в пользу круга лиц свыше 500                                |
| Октябрь 2015 г. | Новые правила листинга   | Для включения в котировальный список второго и третьего уровня для выпусков облигаций без обеспечения с уровнем рейтинга эмитента или выпуска облигаций на уровне ниже ВВ-/Вa3 по международной шкале |

в части свободы проведения таких собраний. С учетом уже наработанной практики использования механизма ОСВО (прежде всего на примере состоявшихся реструктуризаций, которые представляют собой самый острый момент жизни облигационных выпусков) хочется надеяться, что законодатель и регулятор согласятся на необходимые правки в существующее регулирование.

Также интересен вопрос о соотношении компетенции и полномочий ПВО и ОСВО. В силу природы ПВО он представляет интересы владельцев облигаций, и возможность получить их мнение по определенным коммерческим вопросам позволила бы ПВО более уверенно действовать в рамках своей компетенции. Однако, как указано выше, закон на настоящий момент ограничивает компетенцию ОСВО. Вместе с тем, возможно было бы разработать иные механизмы проведения консультаций между ПВО и инвесторами, и такой подход может быть также воспринят практикой.

#### Оговорка о коллективных действиях (порядок обращения в суд)

В России законодательство о едином представителе владельцев облигаций построено на двойственном подходе к регулированию статуса владельцев облигаций в случае дефолта.

С одной стороны, предполагается, что если представитель назначен, то именно он, а не отдельные владельцы, реализует волю общего собрания владельцев облигаций (позитивный подход, который реализован в Законе о рынке ценных бумаг через детальное описание компетенции собрания, порядка его проведения и детальное определения статуса полномочий представителя).

С другой стороны, владельцы облигаций принимают на себя через приобретение ценных бумаг особый процессуальный статус коллективного истца (collective action clause), при котором в течение определенного срока (по действующему законодательству это месяц после дефолта) они не могут само-

**Таблица 1**  
Как менялись требования  
о наличии ПВО  
(до вступления в силу  
1 июля 2016)

■ ■ ■  
ВЛАДЕЛЬЦЫ  
ОБЛИГАЦИЙ  
ПРИНИМАЮТ  
НА СЕБЯ ЧЕРЕЗ  
ПРИБОРЕНИЕ ЦЕННЫХ  
БУМАГ ОСОБЫЙ  
ПРОЦЕССУАЛЬНЫЙ  
СТАТУС КОЛЛЕКТИВНОГО  
ИСТЦА

■ ■ ■  
 ПОЯВЛЕНИЕ ИНСТИТУТА  
 ПРЕДСТАВИТЕЛЯ  
 ВЛАДЕЛЬЦЕВ  
 ОБЛИГАЦИЙ ПОЗВОЛЯЕТ  
 РЕАЛИЗОВАТЬ  
 СЛОЖНЫЕ СТРУКТУРЫ  
 ОБЕСПЕЧЕННЫХ И  
 СТРУКТУРИРОВАННЫХ  
 ВЫПУСКОВ

стоятельно заявлять требования к эмитенту в суд (подход, развитый в первую очередь в регулировании США и отражающий главную идею оговорки о коллективных действиях в облигационных выпусках).

В терминологии участников фондового рынка завершение действия оговорки о коллективных действиях означает, что в предусмотренный законом срок участники реструктуризационного процесса не сумели найти приемлемые механизмы для реструктуризации долга (и не видят перспектив их поиска), и выпуск «распадается» — каждый владелец облигации становится самостоятельным кредитором.

В последнем случае каждый владелец облигаций может заявить в суд требования на основании самостоятельного искового требования.

Закон о рынке ценных бумаг предусматривает, что владельцы облигаций вправе в индивидуальном порядке обращаться с требованиями в суд по истечении одного месяца с момента возникновения основания для такого обращения в случае, если за этот период представитель не обратился в суд с соответствующим требованием или ОСВО не было принято решение об отказе от права обращаться в суд с таким требованием.

**ПВО И ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ:  
 НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ  
 СТРУКТУРИРОВАННЫХ ВЫПУСКОВ**

Как отмечено выше, законодательное регулирование в России сместилось в сторону обязательного назначения представителя в отношении обеспеченных облигаций (за исключением облигаций, обеспеченных государственной или муниципальной гарантией). В основном такое обеспечение сводится к двум формам — поручительство и залог.

В силу специальных правил Закона о рынке ценных бумаг ПВО имеет право осуществлять полномочия залогодержателя, бенефициара и кредитора по поручительству в отношении облигаций с обеспечением. Та-

ким образом, объем его компетенции может определяться условиями отдельного выпуска.

Помимо этого, представитель имеет право требовать от эмитента, его аудитора, оценщика, лица, предоставившего обеспечение по облигациям эмитента, или аудитора последнего предоставления информации, необходимой для осуществления функций представителя владельцев облигаций.

Появление институтов специализированного финансового общества (СФО) и представителя владельцев облигаций теперь позволяет в рамках российского законодательства реализовать достаточно сложные структуры обеспеченных и структурированных выпусков.

Во-первых, как отмечено выше, на ПВО возлагается функционал залогодержателя, что позволяет ПВО осуществлять в интересах владельцев облигаций внесудебный порядок взыскания на предмет залога. При этом, как это ни странно, к компетенции ОСВО не отнесены вопросы, связанные с порядком обращения взыскания на предмет залога.

Во-вторых, представитель может выполнять функции расчетного агента и контролировать процесс расчета сумм, предназначенных владельцам облигаций. В-третьих, представитель владельцев облигаций, выполняя функции залогодержателя в отношении договора банковского счета, уполномочен осуществлять контроль за расходными операциями эмитента. В-четвертых, ПВО, действуя от имени владельцев облигаций и в соответствии с эмиссионной документацией, может подписывать дополнительную документацию, обеспечивающую целостность сделки и защиту интересов инвесторов.

Одним из успешно реализованных проектов, в которых функционал представителя владельцев облигаций был использован достаточно широко, является выпуск программы облигаций ОАО «Магистраль двух столиц», обеспеченных залогом денежных требований, в том числе по концессионному соглашению. ПВО, действуя от имени владельцев облигаций, является стороной межкредиторских отношений, что обеспечивает целостность сделки и права владельцев облигаций как старших кредиторов.

**ПВО В РАМКАХ  
 СЕКЬЮРИТИЗАЦИОННЫХ СДЕЛОК**

Сделки секьюритизации также попадают под законодательное требование о наличии ПВО как частный случай облигаций с обеспечением (прежде всего в форме залога портфеля секьюритизируемых активов,

**Таблица 2**  
 Требования о наличии ПВО  
 с 1 июля 2016 г.

| С 1 июля 2016 года ПВО будет обязателен для:  | Условие не применяется к:   |
|---|---|
| обеспеченных корпоративных выпусков, включая обеспеченные поручительством; корпоративных выпусков с уровнем рейтинга ниже уровня ВВ-/Ваз. | <ul style="list-style-type: none"> <li>• эмитентам и облигациям, имеющим кредитный рейтинг не ниже уровня ВВ- Fitch, Standard and Poor's или не ниже уровня Ваз Moody's;</li> <li>• эмитентам – кредитным организациям;</li> <li>• эмитентам, акции которых включены в первый уровень;</li> <li>• эмитентам, находящимся под прямым или косвенным контролем общества, указанных в двух вышеперечисленных подпунктах;</li> <li>• эмитентам – государственным корпорациям или государственным компаниям;</li> <li>• иностранным эмитентам;</li> <li>• облигациям эмитентов-концессионеров;</li> <li>• субфедеральным и муниципальным ценным бумагам.</li> </ul> |

перечень которых существенно расширился с июля 2014 года после вступления в силу соответствующих поправок в Закон о рынке ценных бумаг).

Применение такого требования к секьюритизационным сделкам позволяет внедрить элемент, схожий с ролью *note trustee* и *security trustee*, которая широко распространена в трансграничных секьюритизациях с участием российских оригинаторов. Например, документация по таким проектам предусматривает, что на большое число действий эмитента в отношении собственного имущества необходимо предварительное согласие трасти.

Вместе с тем, в силу его независимо-го профессионального статуса на ПВО в рамках сделок по секьюритизации можно возложить и ряд дополнительных функций помимо установленных законом и общих для облигационных выпусков с ПВО. Например, речь может идти о полномочиях по проверке дополнительно передаваемых СФО-эмитенту активов в рамках сделок с «роллинговой» (периодически пополняемой после выпуска облигаций) структурой портфеля активов или об отслеживании наступления обстоятельств, которые в соответствии с документацией предполагают замену сервисного агента в отношении портфеля активов или банка, в котором открыты счета СФО.

В рамках выпусков облигаций с ипотечным покрытием базовый предусмотренный законодательством функционал ПВО может покрываться специализированным депозитарием ипотечного покрытия (и Закон о рынке ценных бумаг прямо позволяет подобное сочетание функций). При этом специализированные депозитарии часто придерживаются консервативного подхода и могут быть не готовы принять на себя дополнительные функции, которые участники сделки могут желать ввести по просьбе, например, рейтингового агентства или по собственной инициативе. Вместе с тем, ипотечные секьюритизации по природе актива в целом более консервативны и реже предполагают наличие сложных компонентов, отслеживание которых становится принципиальным в рамках неипотечных секьюритизаций. Потенциал развития ПВО в рамках секьюритизационных (и прежде всего неипотечных) сделок огромен. Для секьюритизационных выпусков облигаций наличие в структуре независимого лица,

действующего в интересах владельцев облигаций, должно сделать инструмент более понятным для широкого круга инвесторов (в том числе институциональных инвесторов, например фондов) и повысить его привлекательность.

## ПВО В РАМКАХ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Поскольку реструктуризация — это процесс своего рода перезагрузки отношений эмитента и инвестиционного сообщества, мы ожидали, что данный институт будет активно использоваться в постреструктуризационный период для эффективного контроля за новыми обязательствами эмитента (финансовыми и поведенческими ковенантами, триггерами на досрочное погашение), которые эмитент был вынужден принять на себя. Именно такой опыт широко применялся в 2009–2011 годах, когда эмитенты, такие как ОАО «Авиакомпания «Сибирь», ОАО «ГАЗ», ОАО «Аптечная сеть 36,6» и другие, в процессе реструктуризации были вынуждены соглашаться на включение как поведенческих, так и финансовых ковенантов, а также обязательств по направлению дополнительно полученных денежных средств на досрочное исполнение обязательств по облигациям. Однако в тот период не было независимого третьего лица, которое могло бы эффективно контролировать исполнение таких обязательств.

Как ни странно, в текущем году при осуществлении целого ряда реструктуризаций по выпускам облигаций (ОАО «ДВМП», ООО «Ютэйр-Финанс», ОАО «Мечел») и при законодательстве, позволяющем эффективно контролировать исполнение взятых на себя обязательств со стороны эмитента, инвестиционное сообщество продемонстрировало полную индифферентность к постреструктуризационному контролю за кредитным качеством эмитента в форме таких ковенантов, сфокусировавшись на коммерческих условиях на этапе непосредственно реструктуризаций.

Тем не менее, благодаря описанному выше закрытому перечню вопросов в компетенции общего собрания владельцев облигаций у представителя владельцев облигаций появился новый функционал — подписание соглашения от имени владельцев облигаций, позволяющего урегулировать задолжен-

ность путем отступного или новации, что позволяет в полном объеме урегулировать объем возникшей задолженности. Впервые такого рода соглашение от отступном было подписано в рамках реструктуризации облигаций ОАО «Мечел». В свете описанных выше особенностей существующего регулирования следует ожидать, что эта практика получит широкое распространение.

## ПЕРСПЕКТИВЫ ПВО В РОССИИ

Если важность представителя владельцев облигаций для выпусков и реструктуризаций со сложной структурой уже, похоже, не вызывает сомнения у инвестиционного сообщества, то в рамках обычного обращения облигаций мы не раз слышали от эмитентов сомнения по данному поводу. Тем не менее, если последние изменения правил листинга в отношении института представителя владельцев облигаций окажутся финальными изменениями регулирования (хотя бы в среднесрочной перспективе), то с 1 июля 2016 года представитель владельцев облигаций станет фактически обязательным для большого числа корпоративных эмитентов второго и третьего эшелона.

При этом, понимая сомнения эмитентов в необходимости данного института, хотели бы обратить внимание на несколько преимуществ:

- Возможность вносить технические изменения в эмиссионную документацию, которые бывают необходимы для исправления ошибок.
- Наличие ПВО позволяет дисциплинировать эмитента в части раскрытия информации.
- Возможность упростить диалог с инвестиционным сообществом, в том числе в случае неисполнения обязательств и необходимости внесения существенных изменений в эмиссионную документацию.
- Повышение прозрачности и общей привлекательности облигационных выпусков (например, для институциональных инвесторов) в ситуации, когда в структуре выпуска появляется независимое профессиональное лицо с функционалом ПВО.

Таким образом, существует достаточное число предпосылок к тому, чтобы институт ПВО оказал заметное положительное влияние на российский рынок долгового капитала, способствуя эффективному диалогу между эмитентами и инвесторским сообществом. ©