Егор ЛОГИНОВ,
главный эксперт Департамента корпоративных отношений, Банк России

Коллективное бездействие на облигационном рынке

Владельцы облигаций обладают широким кругом прав, которые направлены на защиту их имущественного интереса. При наступлении предусмотренных законом или решением о выпуске обстоятельств отдельный владелец облигаций вправе требовать досрочного погашения или приобретения облигаций, обратиться с исковым заявлением в арбитражный суд в случае дефолта эмитента, а также подать заявление о признании эмитента несостоятельным (банкротом). Кроме того, владелец облигаций может инициировать проведение общего собрания владельцев облигаций и участвовать в нем.

Когда сообщество кредиторов становится многочисленным, возникает множество причин, по которым отдельный кредитор не осуществляет и не защищает свои права в индивидуальном порядке

Вместе с тем статистика показывает, что возникновение у владельца облигаций субъективного права далеко не всегда приводит к его фактическому осуществлению. В настоящей статье будут рассмотрены четыре ситуации, в которых владельцы облигаций зачастую бездействуют, хотя располагают возможностью активно защищать свои права и законные интересы, а также проанализированы более широкие последствия такого бездействия: 1) неосуществление права требовать досрочного погашения облигаций; 2) неосуществление права требовать приобретения облигаций перед определением эмитентом размера процентного дохода на следующий купонный период; 3) неучастие в голосовании на общем собрании владельцев облигаций; 4) необращение с иском в арбитражный суд.

ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА

По данным Банка России, на конец 2017 года кредитные организации держали 51 % номинального объема корпоративных облигаций. Еще 13 % приходилось на НПФ, около 5 % — на страховщиков. На долю розничных инвесторов приходился всего 1 %[1]. К концу 2024 года доля банков снизилась до 34 %, тогда как доля населения выросла примерно до 4 %[2]. К концу 2025 года доля

[1] Банк России. Обзор финансовых инструментов. Аналитический материал, 2024.

[2] Банк России. Обзор финансовых инструментов. Аналитический материал, 2024.

облигаций, принадлежавших физическим лицам, продолжила расти[1].

Эти данные позволяют говорить о существенном увеличении числа розничных инвесторов. Вследствие этого отдельный выпуск облигаций становится «распыленным» среди большего количества владельцев.

Помимо этого, доля инвесторов — физических лиц является наибольшей в секторе высокодоходных облигаций. При этом очевидно, что именно эмитенты высокодоходных облигаций с большей вероятностью будут испытывать финансовые трудности, что потребует от владельцев более активной реализации своих прав.

Здесь же следует отметить, что розничный инвестор зачастую приобретает облигации одного выпуска на незначительную сумму. Этот факт имеет важное значение для последующего сравнения величины инвестиций и расходов (издержек), которые инвестор должен понести для защиты своего права.

Также понятно, что инвестор — физическое лицо в подавляющем числе случаев не обладает необходимыми навыками и компетенциями для отслеживания финансового состояния эмитента и юридической защиты своих прав в случае их нарушения.

Проблема «распыленности» выпуска облигаций среди большого числа инвесторов усиливается еще и тем, что состав владельцев облигаций (кредиторов) не является постоянным. Ценные бумаги могут переходить на вторичном рынке от одного лица к другому, поэтому персональный состав сообщества кредиторов меняется. В связи с этим эмитент либо вовсе не способен установить конечного владельца облигации, либо может сделать это только со значительными издержками[2].

ПОЧЕМУ ВЛАДЕЛЬЦЫ ОБЛИГАЦИЙ БЕЗДЕЙСТВУЮТ?

Когда сообщество кредиторов становится многочисленным, возникает множество причин, по которым отдельный кредитор не осуществляет и не защищает свои права в индивидуальном порядке.

Во-первых, это рациональная апатия. Зачастую владелец облигаций не готов нести расходы на осуществление своего права просто потому, что такие расходы превышают потенциальную выгоду и размер вложенных им средств[3].

Розничному инвестору, владеющему пакетом облигаций стоимостью 100 000 рублей, нерационально заключать договор на оказание юридических услуг, уплачивать государственную пошлину и нести риск проигрыша в суде ради потенциальной возможности вернуть вложенные средства. Необходимо принимать во внимание, что даже в случае успешного завершения судебного процесса владелец облигаций фактически может не получить исполнение, поскольку эмитент или иной его кредитор может инициировать процедуру банкротства.

Во-вторых, это так называемая проблема безбилетника (free-rider problem). Зачастую активное осуществление одним членом сообщества своего права положительно влияет на имущественную сферу всех его участников. Поэтому каждому отдельному владельцу облигаций рационально ожидать, что кто-то другой понесет издержки, направленные на защиту своего права, чтобы получить от этого выгоду без каких-либо расходов[4].

Например, каждому владельцу облигаций целесообразно ожидать, что кто-то другой будет осуществлять мониторинг соблюдения эмитентом ковенантов и впоследствии потребует от него досрочного погашения облигаций. Если действие «первопроходца» окажется успешным, то каждый последующий владелец, не неся никаких издержек на мониторинг и оценку соблюдения ковенантов, сможет сразу предъявить требование о досрочном погашении. В итоге складывается ситуация, при которой никто не осуществляет реальный мониторинг соблюдения эмитентом ковенантов.

В-третьих, это элементарное отсутствие необходимых компетенций и надлежащего информирования. Для полноценного осуществления своего права каждый владелец облигаций должен разобраться в юридической структуре отдельного выпуска, законодательстве о рынке ценных бумаг и порядке реализации своего требования. Всё это представляет собой нетривиальную задачу для физического лица и требует значительных временных и (или) финансовых затрат.

Практика показывает, что владельцы облигаций зачастую просто не знают о существовании своего права и о порядке его реализации, а также не обладают информацией о проведении общего собрания владельцев облигаций, поскольку не следят за уведомлениями в брокерском приложении и электронной почте, которую они указали при приобретении ценных бумаг.

ПОСЛЕДСТВИЯ ПАССИВНОСТИ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Нереализация права требовать досрочного погашения облигаций

Право требовать досрочного погашения облигаций, как правило, возникает у владельца облигаций в двух случаях: при нарушении эмитентом ковенантов и при неисполнении эмитентом обязательства на срок более 10 рабочих дней[5]. Разберем последствия непредъявления инвесторами требования о досрочном погашении в каждом из этих случаев.

Ковенанты включаются в решение о выпуске ценных бумаг для устранения объективного конфликта между участниками (акционерами) юридического лица и владельцами облигаций как кредиторами. Ковенанты ограничивают свободу действий участников (акционеров) и менеджмента, поскольку такие действия могут привести к нарушению интересов владельцев облигаций[6].

---

[1] Банк России. Обзор финансовых инструментов за 2025 год. Аналитический материал, 2026.

[2] Впрочем, следует отметить, что данная проблема, безусловно, не является уникальной для России. См. Schmidtbleicher R. Die Anleihegläubigermehrheit: Eine institutionenökonomische, rechtsvergleichende und dogmatische Untersuchung. — Tübingen: Mohr Siebeck, 2010. — P. 61–63.

[3] Schmidtbleicher R. Op. cit. — S. 59–61, 104–108; Peter V., Hachenberg B., Schiereck D. Retail Investors as Stumbling Blocks in Bond Restructuring: Evidence from Bondholder Meetings // Corporate Ownership & Control. — 2021. — Vol. 19, Iss. 1. — P. 169–187, 172; Olson M. The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups. — Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1965. — P. 2–3.

[4] Matjuschkin G. Bondholder Governance nach dem Schuldverschreibungsgesetz: Eine Untersuchung der Reichweite der Rechte der Gläubiger bei einer außergerichtlichen Anleiherestrukturierung. — Berlin: Duncker & Humblot, 2021. — S. 42–45; Kahan M., Rock E. B. Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights // Northwestern University Law Review. — 2009. — Vol. 103, No. 1. — P. 281–322, 307.

[5] Пункт 5 статьи 17.1 Закона о рынке ценных бумаг.

[6] Smith C. W. Jr., Warner J. B. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants // Journal of Financial Economics. — 1979. — Vol. 7, No. 2. — P. 117–119; Bratton W. W. Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process // European Business Organization Law Review. — 2006. — Vol. 7, No. 1. — P. 39–87.

Если владельцы облигаций не отслеживают соблюдение эмитентом ковенантов и не предъявляют требование о досрочном погашении облигаций, то эмитент рано или поздно теряет стимул соблюдать ограничительные ковенанты[1]. Бездействие большинства владельцев облигаций приводит к тому, что ковенанты утрачивают свою дисциплинирующую функцию и фактически становятся бессмысленными.

Если инвесторы не требуют досрочного погашения в случае неисполнения обязательств в течение 10 рабочих дней, это приводит к тому, что эмитент перестает ответственно относится к работе с собственной облигационной задолженностью.

Во-первых, если инвесторы не акселерируют долг и не осуществляют его взыскание, то эмитент вполне может продолжать обслуживать задолженность перед иными кредиторами в ущерб владельцам облигаций. Во-вторых, в таком случае эмитент не стремится осуществить реструктуризацию своей задолженности до наступления дефолта, поскольку может спокойно его дождаться и только после этого заняться урегулированием ситуации.

Нереализация права требовать приобретения или погашения облигаций в случае определения эмитентом размера процентного дохода на следующий купонный период

В соответствии с абзацем третьим пункта 32.4 Положения №706-П[2] порядок определения размера процента (купона) может устанавливаться путем указания на то, что размер процента (купона) или порядок его определения устанавливается уполномоченным органом эмитента.

При этом, если размер процента (купона) определяется таким образом, решение о выпуске облигаций должно содержать обязательство эмитента приобрести или досрочно погасить облигации по требованиям их владельцев до начала купонного периода, на который эмитент определяет процент (купон) по облигациям[3].

Иными словами, действующее законодательство позволяет эмитенту самостоятельно в одностороннем порядке определять размер процентного дохода после размещения облигаций, если эмитент принял на себя обязательство приобрести или досрочно погасить облигации заблаговременно, до определения процентного дохода на следующий купонный период.

Смысл указанной нормы состоит в том, что, если владельцы облигаций не согласны с установленным размером купонного дохода, они заявят требование о приобретении или досрочном погашении облигаций и смогут своевременно «выйти» из бумаги.

Соответственно, эмитенту должно быть невыгодно существенно снижать размер процентного дохода, поскольку в противном случае ему придется досрочно погасить облигации практически в полном объеме.

Однако практика показывает, что вследствие пассивности владельцев облигаций данный инструмент не работает. Значительная часть владельцев облигаций не заявляет требований о приобретении или досрочном погашении облигаций при снижении процентной ставки на следующий купонный период. В связи с этим эмитент фактически свободен в установлении любого размера процентного дохода. Возникают случаи, когда эмитент определяет ставку в размере 0.01 %[4].

В результате владелец облигаций оказывается в ситуации, когда до момента погашения облигаций он получает доход в размере 0.01 % — эмитент бесплатно пользуется деньгами инвестора — либо может продать облигации, однако очевидно, что цена таких облигаций будет уже существенно ниже их номинальной стоимости.

Нереализация права голоса на общем собрании владельцев облигаций

В последнее время число дефолтов на российском облигационном рынке увеличивается[5]. В случае дефолта эмитент может предложить владельцам облигаций реструктуризацию облигационной задолженности: уменьшить процентную ставку, увеличить срок возврата денежных средств, предложить отступное и пр.

При этом реструктуризация возможна только в том случае, если она будет одобрена на общем собрании владельцев облигаций. В настоящее время необходимо согласие 75 % от общего числа владельцев облигаций[6].

Между тем практика показывает, что владельцы облигаций зачастую просто не принимают участия в голосовании. Эмитент не может узнать мнение большинства владельцев облигаций: поддерживают ли они предлагаемый план реструктуризации. Статистика демонстрирует, что общее число проголосовавших редко превышает 50 % от общего числа владельцев облигаций.

В некоторых случаях реструктуризация могла бы помочь эмитенту справиться с финансовыми затруднениями. Владельцы облигаций получили бы возможность вернуть вложенные денежные средства. Да, они получили бы меньший доход по сравнению с тем, на который рассчитывали при приобретении ценных бумаг. Да, они получили бы денежные средства позднее, чем рассчитывали. Однако это всё же лучшая альтернатива по сравнению с банкротством эмитента и отсутствием какого-либо возврата денежных средств.

Отсутствие согласия со стороны владельцев облигаций делает невозможным проведение реструктуризации облигационной задолженности, вследствие чего эмитент не может «спастись».

Нереализация права на обращение в арбитражный суд

Мы видим, что владельцы облигаций, с одной стороны, не поддерживают предложенный эмитентом план реструктуризации задолженности, а с другой — не обращаются в арбитражный суд с требованием о взыскании задолженности по облигациям.

Из этого можно сделать вывод о том, что поведение владельцев облигаций

[1] Kahan M., Rock E. B. Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights // Northwestern University Law Review. — 2009. — Vol. 103, No. 1. — P. 283–284.

[2] Положение Банка России от 19.12.2019 №706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (далее — Положение №706-П).

[3] Подпункт 32.9.1 пункта 32 Положения №706-П.

[4] На эту проблему в настоящее время обращают внимание в российской литературе: Селивановский А. С. Ставка купонного дохода по облигациям: существующие правила и вопрос добросовестности эмитента // Закон. — 2024. — №1.

[5] Банк России. Обзор финансовых инструментов за 2025 год. — М., 2026. — С. 17.

[6] Пункт 4 статьи 29.8 Закона о рынке ценных бумаг.

не является рациональным. Понятно, что разумный участник гражданского оборота выберет один из двух вариантов: предоставить должнику отсрочку уплаты задолженности или обратиться в суд за ее взысканием, если должник не исполняет свое обязательство добровольно. При этом владельцы облигаций бездействуют в обоих случаях.

В итоге возникает ситуация неопределенности. Эмитент имеет просроченную задолженность, которую в настоящий момент не может погасить, и прекращает обслуживание облигационного долга. Одновременно с этим никто не побуждает эмитента предпринимать какие-либо активные действия, поскольку исковые заявления к нему не подаются. В результате эмитент не исполняет обязательства перед владельцами облигаций, но продолжает обслуживать свою задолженность, например, перед банками.

Таким образом, систематическое бездействие владельцев облигаций приводит к множеству негативных последствий: неэффективности ковенантов, возможности установления нерыночной ставки купонного дохода, невозможности для эмитента осуществить реструктуризацию облигационного долга.

ВОЗМОЖНЫЕ СПОСОБЫ РЕШЕНИЯ ПОСТАВЛЕННЫХ ПРОБЛЕМ

Активная деятельность представителя владельцев облигаций

При большом числе владельцев облигаций активная деятельность представителя владельцев облигаций становится критически важной для преодоления названных проблем[1].

Представитель владельцев облигаций служит механизмом снижения информационных, транзакционных и координационных издержек владельцев облигаций. Он должен осуществлять мониторинг соблюдения ковенантов, чтобы своевременно раскрывать владельцам облигаций информацию о возникновении права требовать их досрочного погашения. Также он вправе заявить требование о досрочном погашении от имени всех владельцев облигаций, а впоследствии обратиться с исковым заявлением в арбитражный суд.

Следует отметить, что такая активная деятельность представителя владельцев облигаций не только способствует формированию добросовестных практик на облигационном рынке и защите прав и законных интересов владельцев облигаций, но и представляет интерес для самого эмитента.

В случае возникновения финансовых затруднений эмитент может вести переговоры исключительно с представителем владельцев облигаций, не имея необходимости взаимодействовать с сотнями и тысячами разрозненных владельцев. Даже в случае взыскания облигационной задолженности эмитент сможет участвовать только в одном судебном процессе, а не в сотнях судебных процессов с разными владельцами облигаций по всей стране.

Также стоит отметить, что, если представитель владельцев облигаций заявляет одно консолидированное требование, расчет задолженности, процентов за пользование чужими денежными средствами (статья 395 Гражданского кодекса Российской Федерации) и процентов за пользование займом (статья 317.1 Гражданского кодекса Российской Федерации) производится один раз по состоянию на один момент времени. Если же каждый владелец облигаций будет заявлять требование о досрочном погашении в разные дни, то расчет в каждом судебном процессе необходимо будет производить каждый раз заново.

Повышение информированности владельцев облигаций

Активная деятельность представителя владельцев облигаций может решить проблему заявления требования, но не может решить проблему заявления требования о приобретении облигаций и голосования на общем собрании владельцев облигаций.

Решение поставленных проблем может быть достигнуто только за счет повышения информированности владельцев облигаций о возможности подачи требования о приобретении и проведении общего собрания владельцев облигаций.

При большом числе владельцев облигаций активная деятельность представителя владельцев облигаций становится критически важной для преодоления проблем, вызванных бездействием владельцев облигаций

В идеальной ситуации каждый владелец облигаций должен получать соответствующее уведомление в своем брокерском приложении.

Проблема пассивности владельцев облигаций не сводится к тому, что отдельные инвесторы не пользуются предоставленными им правами. Ее последствия затрагивают весь облигационный рынок. Если владельцы не контролируют соблюдение ковенантов, не предъявляют требования о досрочном погашении, не участвуют в голосовании и не обращаются в суд, защитные механизмы, предусмотренные законом, постепенно утрачивают практическое значение. Формально права владельцев облигаций сохраняются, однако эмитент перестает воспринимать их как реальное ограничение своего поведения.

При этом бездействие отдельного владельца облигаций нередко является вполне объяснимым, размер его вложений может быть несопоставим с расходами на мониторинг, юридическую помощь и судебную защиту. Именно поэтому решение проблемы не может сводиться к призыву инвесторов быть более активными. Компенсировать «распыленность» облигационного долга, рациональную апатию и недостаток профессиональных компетенций у отдельных владельцев должен представитель владельцев облигаций. Он должен централизованно осуществлять мониторинг деятельности эмитента, выявлять нарушения, информировать владельцев облигаций и добиваться применения предусмотренных законом способов защиты.

В конечном счете эффективность облигационного регулирования определяется не количеством закрепленных в законе прав, а вероятностью их реального осуществления.

[1] Matjuschkin G. Op. Cit. — S. 194–196; Суховецкая Е. К. Российская модель представительства облигационеров: становление, проблемы и перспективы развития // Право и политика. — 2025. — № 11.