

Анна ГОРЕЛОВА, >>
старший юрист,
юридическая
фирма «Лекап»



Андрей ХОХРИН, >>
генеральный директор,
ИК «Иволга Капитал»



Высока вероятность роста спроса на реструктуризации, но ситуация под контролем

Сейчас, когда рынок проживает не самые простые времена, в обсуждениях стали чаще мелькать такие темы, как дефолты, реструктуризации, доверие инвесторов и т. д. Именно об этом в рамках круглого стола поговорили участники рынка, затронув главные вопросы: каково текущее состояние корпоративных заемщиков? Чего ждать в ближайшем будущем? Кто находится в зоне наибольшего риска?

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ?
ОЖИДАЕТЕ ЛИ ВЫ В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ СУЩЕСТВЕННОГО РОСТА
КОЛИЧЕСТВА ЗАПРОСОВ ОТ КОМПАНИЙ НА РЕСТРУКТУРИЗАЦИЮ ДОЛГОВ?

Анна Горелова

— Мы специализируемся на компаниях первого, второго и крепкого третьего эшелонов. В данных секторах рынка ситуация контролируемая и стабильная, для компаний в целом открыты рынки и источники рефинансирования, поэтому в данных секторах мы не ожидаем существенного роста необходимости в изменении условий.

Сейчас на рынке достаточно предложений фондирования — ключевые вопросы

на стороне спроса на него и, соответственно, реализации новых рентабельных проектов потенциальными заемщиками.

В секторе же ВДО высока вероятность дефолта, которая в текущих реалиях, безусловно, выросла, но является нормой жизни.

Алексей Антипин

— Текущее состояние в среднем по палате считаем удовлетворительным.

Ничего страшного пока еще не происходило, даже с учетом громких кейсов

Круглый стол участников рынка



«**Анна ДАВЫДКИНА,**
генеральный директор,
ООО «РЕГИОН Финанс»



«**Дмитрий АЛЕКСАНДРОВ,**
руководитель Управления
аналитических исследований,
«ИВА Партнерс»



«**Алексей АНТИПИН,**
генеральный директор,
«Юнисервис Капитал»

на рынке процент дефолтов пока все еще невысок.

Но прогноз не самый оптимистичный: есть основания предполагать, что состояние ряда корпоративных заемщиков будет ухудшаться по различным причинам. Тут и падение доверия со стороны инвесторов (это уже заметно по трудностям с первичными размещениями), и, как следствие, сложности с рефинансированием, и серьезные перебои в операционной деятельности многих компаний.

Поэтому да, мы уже сейчас видим запросы от компаний на реструктуризацию и ожидаем, что количество запросов будет расти в ближайшей перспективе.

Дмитрий Александров

— Весьма вероятно, если осенью последуют новые шоки. В случае нормализации ситуации, снижения ставок, сохранения кредитования в корпоративном и розничном сегментах и при нормальной динамике денежной базы и открытом биржевом рынке сильной волны дефолтов не будет. Из общения с представителями сектора МСП видна тенденция на улучшение платежной дисциплины по госконтрактам, это снизит зависимости МСП, работающего с госсектором, от оборотных средств.

Андрей Хохрин

— Наблюдая, как эмитенты «высокодоходного эшелона» объявляют о своей несостоятельности, уходят в дефолты

на купонах, оцениваю положение как худшее с 2008–2009 годов. По меньшей мере за пределами первого облигационного эшелона. По аналогии с упомянутым 2008 годом произошло четкое разделение доступа к капиталу. Крупнейшие заемщики доступ сохранили, заемщики поменьше — в значительной степени утратили. Плохой доступ к капиталу провоцирует дефолты, дефолты провоцируют плохой доступ к капиталу. Именно сейчас ряд дефолтных заемщиков сигнализирует о неготовности бороться за выживание, реструктуризации их не мотивируют. Но по мере увеличения суммы дефолтных проблем неизбежно будет расти и спрос на реструктуризации.

Анна Давыдкина

— В рамках контроля за эмитентами облигаций, по выпускам которых мы являемся ПВО, регулярно проводится мониторинг выплат по облигациям, в том числе по иным выпускам, также мы стараемся отслеживать поданные иски о заявлении к эмитентам. На данный момент мы не наблюдаем массовых проблем среди своих клиентов. У нас два эмитента, допустивших дефолты, с которыми мы поддерживаем контакт, но повлиять существенно на решения и действия эмитентов ПВО не имеет возможности.

В марте на своем сайте мы разместили информацию об услуге для эмитентов по реструктуризации долгов, мы готовы помогать в ее организации, однако интереса к этому пока не наблюдаем.

Прогноз не самый оптимистичный: есть основания предполагать, что состояние ряда корпоративных заемщиков будет ухудшаться по различным причинам

КАКИЕ ТЕНДЕНЦИИ РОССИЙСКИХ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЙ НАБЛЮДАЮТСЯ В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ? КАКИЕ МОДЕЛИ ЯВЛЯЮТСЯ ПРИОРИТЕТНЫМИ ДЛЯ КРЕДИТОРОВ И ЗАЕМЩИКОВ? ОЖИДАЕТЕ ЛИ ВЫ ИХ ИЗМЕНЕНИЙ В КРАТКО- И СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ?

Алексей Антипин

— Если мы говорим о рынке ВДО, то тенденции только формируются. Важным фактором, на мой взгляд, является наличие института ПВО. Также формируются различные варианты поведения организаторов в случае дефолтов по выпускам, в размещении которых они принимали участие: организаторы либо включаются в работу с эмитентом, либо дистанцируются от процесса.

Формат моделей, приемлемых или приоритетных для обеих сторон, пока не выработан. Вообще говорить о тенденциях применительно к тому сегменту долгового рынка, с которым мы работаем, пока не получается: по большому счету нет ни одного дефолтного кейса, где ситуация была бы доведена если не до завершения, то хотя бы до какого-то промежуточного итога. В ситуациях «Каскада», «Дяди Дёнер», «Дэни Колла», не говоря уж про более свежие примеры с «ОР» (бывшая «Обувь России»), «Калитой» и «Кисточками Финанс», все еще нет ясности.

Что касается изменений, то в среднесрочной перспективе стоит ожидать изменений в части регулирования (они объективно назрели), в том числе и по требованиям к участникам, оказывающим различные услуги на рынке,

включая ПВО. Изменения, я надеюсь, появятся также в части регулирования отношений между кредиторами и заемщиками. Предпосылки для этого постепенно формирует сама жизнь, то есть те дефолты, которые мы уже наблюдаем и которые произойдут в ближайшее время.

Дмитрий Александров

— Если говорить о заемщиках на облигационном рынке, то собрать кворум для реструктуризации задолженности силами ПВО эмитент просто не может. Держатели облигаций достаточно пассивны. Поэтому реструктуризация уходит в область судебных решений.

Анна Горелова

— Основным трендом на российском долговом рынке является увеличение доли и активности физических лиц. Причем эта доля растет по всем секторам рынка, включая первый и второй эшелон российских эмитентов. Стоит отметить, что на рынке на протяжении последних лет существовали два отдельных мира: облигации первого и второго эшелона и облигации ВДО.

Во второй половине 2020 года — первой половине 2021 года на фоне низких ставок, популяризации рынка капиталов среди населения, активной работы Банка

России по направлению финансового ликбеза мы стали наблюдать фактически равновесную роль институциональных инвесторов и физических лиц в секторе крепкого третьего эшелона.

Принимая во внимание, что все существенные вопросы, связанные с изменением условий (решением о выпуске, отказом от досрочного погашения и пр.), требуют согласия 75% владельцев облигаций, в современных реструктуризациях уже невозможно обойтись без волеизъявления физических лиц. Соответственно, эмитентам и агентам по реструктуризации теперь зачастую придется считаться с мнением физических лиц не только в секторе ВДО, но и в крепком втором и третьем эшелоне.

Мы также видим возможность появления новых моделей реструктуризаций, в которых существенную роль будут играть судебные решения.

Андрей Хохрин

— Мы специализируемся на розничном облигационном рынке. Здесь реструктуризация — редкость. Слишком сложно собрать $\frac{3}{4}$ владельцев облигаций для утверждения новых параметров долга. Хотя есть уже и положительные примеры (например, компания «Юниметрикс»), но это исключение. Тенденций на разовых примерах не построишь.

С КАКИМИ СЛОЖНОСТЯМИ СТАЛКИВАЮТСЯ ЭМИТЕНТЫ В ПРОЦЕССЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ДОЛГА? ПОЯВИЛИСЬ ЛИ СЕЙЧАС НОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ?

Алексей Антипин

— Со сложностями сталкиваются все участники процесса. Немного упрощая и обобщая, можно описать поведение основных действующих лиц и их трудности так.

Инвесторы. Их очень много в каждом из дефолтных выпусков, и каждому из владельцев принадлежит небольшое количество бумаг. Нет, есть, конечно, и крупные держатели, но в сумме они, как правило, владеют 10–20% бумаг выпуска, то есть не составляют нужный для утверждения какого-либо решения кворум. Соответственно эти

самые различные держатели облигаций в подавляющем большинстве находятся либо в неведении (об этом чуть позже), либо просто в позиции «делать ничего не буду». Это делает любые попытки провести общее собрание владельцев облигаций с целью реструктуризации тщетными.

Эмитенты. При допущении дефолта многие скромно уходят в закат и не настроены в принципе вести переговоры с кредиторами (за редкими исключениями — «ОР», «Кисточки Финанс»). Сложно добиться каких-либо условий (неважно каких) и первых шагов.

Представители владельцев облигаций. Тут не буду никого судить, но в части построения работы с инвесторами у большинства профессиональных ПВО навыков просто нет. Их роль — привычно юридическая, и на диалоги и информирование они время не тратят. Отсюда и наша активность в кейсах с «Дядей» и «Кисточками»: мы решили, что должны в этой части помочь представителям владельцев облигаций, раз у нас есть для этого ресурсы.

Но это даже не главная проблема: можно и не освещать свои действия публично, если есть контакт с инвесторами

напрямую. А вот его-то как раз и нет по причине отсутствия контактных данных подавляющего большинства инвесторов в выписках из реестров держателей. А как защищать интересы тех, чье мнение даже спросить не можешь? Брокеры тут, кстати, помощи особой не оказывают. Одному НРД известно, почему в их выписке нет контактов.

Поэтому даже хорошие (и это не только мое мнение: за ним есть вполне достоверные данные по проведенному опросу) условия реструктуризации бесполезно выносить на общее собрание владельцев облигаций.

Тупик? Нет, есть еще возможность утвердить план реструктуризации в суде первой инстанции. Но для этого ПВО необходимо найти средства на оплату госпошлины и подать иск, а эмитенту — выступить с инициативой и предложить вменяемый план реструктуризации. Вроде бы рабочий инструмент, но пока из перечисленных компаний, допустивших дефолты в 2021–2022 годах, никто на мировое не вышел. Да что там мировое — даже иски поданы далеко не по всем дефолтным выпускам.

Если говорить о рыночных реструктуризациях, то есть о тех условиях, которых ждут инвесторы от дефолтных компаний, то на основании нескольких проведенных опросов можно составить «идеальный» портрет.

- Пролонгация срока обращения на срок не более 3–5 лет. Три года — идеальное значение.

- Сохранение ставки купона, действовавшей по выпуску до наступления дефолта, либо увеличение ставки. Вариант — привязка к ключевой с премией от 5 и более процентов.

- Обязательная амортизация (частично досрочное погашение).

На данный момент с таким предложением вышли «Кисточки». Проведенный предварительный опрос убедительно подтверждает: большинство (98 %) инвесторов (а всего проголосовали владельцы 1780 бумаг, то есть держатели 44 % облигаций выпуска) готовы согласиться с предложенными условиями реструктуризации.

Что интересно, в отличие от банков, фондов и иных «профессиональных кредиторов», готовых, как правило, реструктурировать проблемные займы даже на менее выгодных для себя условиях, частные инвесторы необходимость такой жертвы не понимают. Много эмоций вместо «холодного расчета», принятого у банков (потерять в процентах можно, главное — вернуть «тело» полностью или хотя бы частично).

Анна Давыдкина

— Основная сложность, на наш взгляд, договориться с кредиторами. Найти вариант, который будет приемлемым для сторон.

Андрей Хохрин

— В розничных облигациях проблема всегда одна и та же — ОСВО. Как его собрать, если бумагами владеют порой десятки тысяч держателей? Планка в $\frac{3}{4}$ держателей для принятия решения о реструктуризации нерабочая. Возможно, сработает $\frac{2}{3}$ или даже простое большинство. Его, поверьте, тоже крайне сложно собрать. Не думаю, что снижение кворума скажется на качестве защиты инвесторов и принимаемых ими решений.

Анна Горелова

— С точки зрения кредитного качества основной проблемой рынка публичного долга является необеспеченный характер облигаций.

С точки зрения процесса распыленности инвесторов создает существенные сложности в сборе необходимого кворума. На протяжении нескольких лет участники рынка активно обсуждали возможность увеличения необходимого количества голосов до 90 % для целей защиты интересов владельцев облигаций. Сейчас становится очевидно, что по ряду выпусков собрать даже 75 % голосов представляется крайне амбициозной задачей.

Стоит также обратить внимание, что процесс голосования на ОСВО фактически не автоматизирован на уровне брокеров, что оставляет единственную опцию для голосования в виде предоставления бюллетеня в бумажном виде, а это крайне неудобно для инвесторов — физических лиц.

Также в России не применяется практика *waiver fee*, или *early bird premium*, которая на внешних рынках позволяет мотивировать инвестиционное сообщество участвовать в собраниях владельцев облигаций и предоставлять согласия. Думаю, несмотря на законодательные сложности в применении данных механизмов, эта практика должна найти свое применение.

Стоит отметить, что ряд эмитентов могут столкнуться с нарушением поведенческих ковенант, обусловленным, скорее, наложенными на нашу страну ограничениями. Тем не менее получение *waiver* на такого рода ковенанты может стать непростым процессом для эмитентов в силу особенностей российского регулирования и сложностей сбора кворума.

Дмитрий Александров

— Малые эмитенты часто технически не могут согласовать реструктуризации из-за отсутствия кворумов на ВОСА вследствие сравнительно сложной процедуры, не предполагающей самостоятельное голосование держателя-физлица через какие-либо электронные кабинеты онлайн.

С точки зрения кредитного качества основной проблемой рынка публичного долга является необеспеченный характер облигаций

КАКОВЫ ОТЛИЧИЯ РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ОТ ИНОСТРАННОЙ?

Анна Горелова

— Иностранная практика реструктуризации представляет собой сложный, длительный и дорогостоящий процесс с вовлечением внешних консультантов — как юридических, так и финансовых — как со стороны эмитента, так и со стороны инвестиционного сообщества.

Российская практика реструктуризации существенно проще и не раз доказывала свою эффективность при желании сторон достичь компромисса — см. кейсы реструктуризации облигаций «Мечел», «Геотек» и пр.

Кроме того, российский опыт реструктуризации обычно не предполагает списаний задолженности, обращения должника за судебной защитой, подписания соглашений standstill на период поиска компромисса, конвертации в акционерный капитал (либо предоставления опционов, как это было в кейсе Rolls-Royce) и более длительного срока

исполнения обязательств перед владельцами облигаций по сравнению с обеспеченными кредиторами.

Дмитрий Александров

— Нет опыта. Основная проблема, как кажется, — отсутствие защиты от кредиторов в период урегулирования.

Алексей Антипин

— В работе с кейсами «Дяди Дёнера» и «Кисточек» для изучения мнений инвесторов мы активно использовали ресурс информационных порталов inbonds.ru и boomin.ru. Таким же путем пошли «ОР». Цель — получить обратную связь и собрать контакты инвесторов, чтобы при объявлении ОСВО их можно было адресно информировать и помогать.

Плюс, конечно, существует традиция создавать чаты в Телеграме для объединения инвесторов дефолтных выпусков.

Так что в случае, когда эмитент готов к диалогу, — у инвесторов есть возможность высказать свое мнение по поводу условий. Другой момент — возможность повлиять на эти условия. Такой возможности, по большому счету, у инвесторов нет. Чтобы влиять, нужно иметь козыри на руках. А у инвесторов обычно на руках остаются бумаги, которые практически невозможно продать, непонимание произошедшего и обида.

К слову, переговорный процесс с «коллективным инвестором» в принципе напоминает сюжет кинофильма «Гараж». С поправкой на то, что многие в принципе не могут понять происходящее, потому что относились к облигациям как к застрахованному депозиту. А так да, почти каждый уверен, что именно он достоин получить свои бумаги здесь и сейчас, остальные пусть судятся. Плюс многие, так же как в упомянутом фильме, просто спят в уголке.

ЭМИТЕНТЫ КАКОГО СЕКТОРА, ПО ВАШЕМУ МНЕНИЮ, НАИБОЛЕЕ ПОДВЕРЖЕНЫ НЕОБХОДИМОСТИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ В ТЕКУЩИХ РЕАЛИЯХ?

Анна Горелова

— Если говорить о делении по эшелонам, то, конечно, это эмитенты сектора ВДО, поскольку они в целом с точки зрения зрелости, прозрачности, кредитного качества зачастую не готовы к публичным рынкам. Добавив к этим вводным пандемию, геополитику, санкции и инфляцию, получим фактически «идеальный шторм» для такого рода заемщиков.

Кроме того, существенная зависимость от импорта из недружественных стран ставит фактически любого заемщика в уязвимое положение, при этом мы знаем, что компании принимают очень существенные усилия по минимизации сложившихся негативных эффектов.

Анна Давыдкина

— Как нам представляется, в большей степени влияет высокая долговая нагрузка эмитента, зависимость от ставок банков, а также от поставок/сбыта из/в недружественные страны (прямая либо косвенная). И такие проблемы могут возникнуть у эмитента из любого сегмента.

Дмитрий Александров

— Основные проблемы могут возникнуть у небольших производственных компаний и торговых компаний, ведущих ВЭД со странами, которые могут перейти в разряд недружественных. Или просто могут закрыться банковские/логистические каналы

с блокировкой товара/платежей. Также в группе риска компании, приобретающие импортное оборудование/комплектующие, пример — ИТК «Оптим». »

Андрей Хохрин

— Любой низкомаржинальный, в том числе закредитованный и высококонкурентный бизнес в ситуации глубокого экономического спада резко увеличивает свои шансы на дефолт. Таковы лизинг, торговля, сфера услуг, производственные бизнесы с длинными инвестиционными циклами. Также вероятность дефолта, и в данном случае дефолта без абстрактных попыток на реструктуризацию, обратно пропорциональна величине бизнеса.

ИЗМЕНИЛСЯ ЛИ ПОДХОД К ВЗАИМОДЕЙСТВИЮ, ДИАЛОГУ С ЭМИТЕНТАМИ?

Дмитрий Александров

— Комплекс-контроль (юридический, финансовый и т. д.) повысился на всех уровнях. Все участники инфраструктуры сделали более строгими свои требования к заемщикам.

Анна Давыдкина

— Подход к взаимодействию с эмитентами у нас практически не изменился. Разве что с проблемными эмитентами общаться стали чаще, чем раньше.

Андрей Хохрин

— У кого? Государство наложило мораторий на банкротства по инициативе кредитора. Это не лишает эмитента в случае проблем потери кредитного рейтинга и делистинга его облигаций.

Хотелось бы сказать, что вал дефолтов начнет создавать регуляторные механизмы по борьбе с ними, в частности приводить к большему, чем нулевое, как сейчас, числу реструктуризаций долга. Но лучше попросту ограничивать токсичным компаниям доступ на организованный рынок капитала. Прогресса

в этом вопросе я не вижу ни от правительства, ни от ЦБ, ни от бирж.

Анна Горелова

— Подход будет меняться, прежде всего, в сторону диалога с физическими лицами, так как их роль и значение неуклонно растут, в том числе вне

сектора ВДО. Брокерские площадки на сегодняшний день не предусматривают возможностей для активного контакта между эмитентами и держателями, но тренд смещается в сторону активной коммуникации с инвесторами через электронные площадки, мессенджеры, социальные сети.

КАКИЕ ЕСТЬ ВОЗМОЖНОСТИ ВЛИЯНИЯ НА УСЛОВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ СО СТОРОНЫ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ?

Анна Давыдкина

— Владельцы облигаций могут влиять на условия реструктуризации через участие в ОСВО. Решение об условиях реструктуризации принимается большинством в три четверти голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на ОСВО.

Если владельцы облигаций считают условия неприемлемыми для себя, они могут заблокировать принятие решения. Кроме того, владельцы облигаций могут направлять эмитенту свои конструктивные предложения. Например, один из наших клиентов организовал телеграм-канал для коммуникации с инвесторами, планирует провести преОСВО. Однако обычно у владельцев облигаций нет предложений, есть только желание погасить свои облигации, что, к сожалению, не является приемлемым для эмитента.

Андрей Хохрин

— Если речь не о «клубных» выпусках, то возможностей нет примерно никаких.

Дмитрий Александров

— Возможности пока очень ограничены, если речь идет не о крупных держателях или банках. Тем не менее сами руководители/собственники эмитентов сегмента МСП чаще всего готовы активно общаться с держателями или их представителями для поиска оптимального решения, однако банки чаще всего могут «опередить» с инициированием банкротства, блокировкой счетов и прочими процедурами.

Анна Горелова

— К сожалению, законодательством для облигаций предусмотрен ограниченный объем возможного

Если владельцы облигаций считают условия неприемлемыми для себя, они могут заблокировать принятие решения

обеспечения: только недвижимость, ценные бумаги, права требования и залоговые счета. Так, например, не разрешается залог долей в качестве обеспечения, что в ряде случаев могло бы усилить комфорт инвесторов при реструктуризации.

Если мы говорим о физических лицах, то, конечно, это объединение с другими держателями в группы, которые могут оказывать существенное влияние на принятие решения на ОСВО и на условия реструктуризации.

КАКОЙ КЕЙС РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ЗА ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ ВЫ БЫ ВЫДЕЛИЛИ СРЕДИ ОСТАЛЬНЫХ?

Дмитрий Александров

— В последние годы успешная публичная реструктуризация — это редкость. Отметить стоит реструктуризацию облигаций «Мечел». Была она достаточно давно, но недавно успешно погасились его последние облигации.

Анна Давыдкина

— Можно отметить реструктуризацию долга АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (ПАО). Было задействовано несколько механизмов, что позволило банку выйти из тяжелого состояния. В 2017 году была реализована процедура bail-in для институциональных инвесторов, проведено девять ОСВО, на которых приняты решения

о реструктуризации шести из девяти выпусков облигационных займов с одновременным изменением параметров — увеличением срока до 20 лет, уменьшением процентной ставки до 0.51% и выплатой отступного. Нереструктуризированные выпуски были погашены в дату погашения по номинальной стоимости. Спустя год, в 2018 году, состоялась оферта третьего лица по цене ниже номинальной стоимости. В 2021 году в рамках реорганизации эмитента желающие владельцы облигаций предъявили бумаги к досрочному погашению по номинальной стоимости. Таким образом, спустя четыре года все инвесторы — физические лица получили возможность погасить

облигации и вернуть свои вложения. Если бы банк ушел в процедуру банкротства, вероятнее всего, в рамках третьей очереди инвесторы получили бы существенно меньше.

Андрей Хохрин

— Упомянутый выше «Юниметрикс».

Анна Горелова

— К счастью, в последние годы мы не видим массовых сложностей на российском долговом рынке, в связи с чем трудно отметить какие-то знаковые сделки, и мы надеемся, что это явление будет долгосрочным. 