



◀ **Дмитрий РУМЯНЦЕВ**
директор, LEGAL CAPITAL
Investor Services

Михаил МАЛИНОВСКИЙ, ▶
партнер, LECAP



Реструктуризация облигаций: российская и западная практика

Введение институтов общего собрания владельцев облигаций и представителя владельцев облигаций существенно упростило жизнь заемщикам при реструктуризации рублевых выпусков облигаций. Однако, несмотря на ряд успешных сделок по реструктуризации, остается открытым вопрос: насколько формирующаяся российская практика сопоставима с рынком еврооблигаций и применим ли зарубежный опыт в российской действительности.

ИСТОРИЯ ВОПРОСА

Первые дефолты и реструктуризации на российском облигационном рынке возникли на волне мирового финансового кризиса 2008–2009 годов: тогда инфраструктура рынка оказалась полностью не готова к возможности и необходимости внесения изменений в ранее определенные условия выпусков облигаций. Так, законодательство в тот момент не позволяло вносить изменения в эмиссионную документацию, а эмитент должен был достичь договоренности с каждым владельцем облигаций. Введение института общего собрания владельцев облигаций и представителя владельцев облигаций в 2014 году сделало процесс реструктуризации и внесения изменений в эмиссионную документацию понятным и прозрачным. Первые реструктуризации, прошедшие по новому законодательству, например реструктуризация рублевых выпусков облигаций ПАО «Мечел» в

2015–2016 годах, доказали свою эффективность по сравнению с предыдущей практикой и позволили по мере завершения реструктуризации оперативно восстановить стоимость облигаций эмитента.

Начиная с 2009 года рублевый рынок облигаций качественно поменялся: инвесторы сфокусировались на первом и крепком втором эшелоне. В итоге, несмотря на период турбулентности на локальном рынке, 2014–2016 годы российский рынок облигаций прошел без волны дефолтов и реструктуризаций, характерной для 2008–2009 годов. Конечно, на рынке были масштабные процессы, такие как «Мечел», ДВМП, «Ютэйр» и прочие. Но они, во-первых, не носили массового характера, а во-вторых, в этих выпусках не было нерезидентов. Поэтому нам сложно понять, насколько формирующийся процесс и молодое законодательство в отношении реструктуризаций в России отвечает принципам и практикам, при-

вычным для рынка еврооблигаций. Мы осознанно сравниваем наш рынок именно с рынком еврооблигаций: последний также доступен для российских эмитентов, кроме того, с нашей точки зрения, это наиболее развитый и прогрессивный рынок в части процессов и механизмов принятия решений. Так, например, на американском рынке облигаций для принятия решения о внесении изменений в существенные условия выпуска облигаций требуется согласие всех владельцев облигаций, что приводит к необходимости находить заемщикам защиту в процессе банкротства (несостоятельности), в рамках которого реструктуризация и одобряется.

ОСНОВНОЕ ОТЛИЧИЕ РЫНКА РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ — ИНВЕСТИТОРСКАЯ БАЗА

На рынке рублевого долга наблюдается тенденция укрупнения инвесторской базы и увеличения концентрации выпуска в нескольких руках, что для западного рынка практически невозможно из-за ограничений институциональных инвесторов. На рынке еврооблигаций по мере увеличения вероятности дефолта и реструктуризации происходит существенное изменение инвесторской базы, долгосрочные институциональные инвесторы, например фонды, ориентированные на развивающиеся рынки, постепенно сокращают свои позиции в пользу инвесторов, специализирующихся на distressed-активах. На рублевом рынке институциональные инвесторы, специализирующиеся на дефолтах, попросту отсутствуют как класс, а ликвидность вторичного рынка по мере ухудшения финансовых метрик эмитента существенно сжимается. При этом физические лица, которые, как правило, проявляют высокий интерес к бумагам по мере роста доходности, не в состоянии предоставить необходимую ликвидность, чтобы структура инвесторской базы кардинально поменялась. В результате именно инвесторская база и определяет дальнейший механизм взаимодействия сторон. На рынке еврооблигаций принято формировать из представителей ключевых инвесторов Ad hoc committee — ключевой комитет бондхолдеров, необходимый в первую очередь для определения глубины проблемы и текущего состояния дел эмитента, а уже во вторую очередь — для выработки приемлемого решения, направленного на изменение условий. В России, учитывая высокую степень

концентрации инвесторов, необходимость в таком комитете отсутствует, так как и эмитент, и ключевые инвесторы предпочитают вести переговоры в двухстороннем формате. Крупный инвестор понимает, что в большинстве случаев реструктуризация без его согласия невозможна или крайне маловероятна. Для эмитента ситуация тоже достаточно проста: ему необходимо найти консенсус с квалифицированным большинством и оперативно провести общее собрание владельцев облигаций. Российские институциональные инвесторы в лице банков и пенсионных фондов крайне чувствительны к факту дефолта и очень заинтересованы в скорейшем урегулировании, которое позволит банкам не создавать дополнительного резервирования, а пенсионным фондам — избежать продажи облигаций по бросовой цене.

В зарубежной практике ситуация дефолта намного менее проблематична для основной группы инвесторов, а для фондов, специализирующихся на дефолтных активах, дефолты — это ежедневный бизнес, они могут держать дефолтную бумагу годами, и их основная мотивация — это максимизация финансового результата. Кроме того, широкая диверсификация инвесторов определяет их различную мотивацию и приоритеты, в итоге зачастую в западной практике инвесторы делятся на 2–3 лагеря и пытаются найти консенсус: именно поэтому процесс реструктуризации существенно удлиняется и может растягиваться на годы.

РАСПРОСТРАНЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ

В западной практике к информации, способной оказать влияние на стоимость ценных бумаг и являющейся очень чувствительной для рынков, относятся крайне осторожно. Например, доступ к финансовой модели заемщика получает финансовый консультант, действующий на стороне инвесторов. Он проводит анализ и предоставляет уже укрупненное заключение для членов Ad hoc committee. При этом члены данного комитета должны подписать не только соглашение о конфиденциальности, но и соглашение, запрещающее торговлю данными облигациями (lock-up agreement). Это позволяет исключить инсайдерскую торговлю и зафиксировать круг ключевых инвесторов, которые должны принимать решения о реструктуризации выпуска облигаций.

На российском рынке соглашения, запрещающие торговлю, пока не получили



РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ
РУБЛЕВОГО ВЫПУСКА
ОБЛИГАЦИЙ С ТОЧКИ
ЗРЕНИЯ СРОКОВ
И СТОИМОСТИ
СУЩЕСТВЕННО
ПРОЩЕ И ДЕШЕВЛЕ
ПО СРАВНЕНИЮ
С ИЗМЕНЕНИЕМ
УСЛОВИЙ НА РЫНКЕ
ЕВРОБОНДОВ

широкого применения, и распространение информации среди ключевых инвесторов осуществляется в более упрощенном режиме. Процесс может осложниться в случае одновременной реструктуризации выпуска рублевых облигаций и еврооблигаций: в результате возникает проблема асимметрии распространения информации.

Преимущество западной модели для рынка заставляет задуматься над совершенствованием российского регулирования в части распространения инсайдерской информации в отношении проблемных эмитентов и облигаций.

КЛЮЧЕВЫЕ ОРГАНЫ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ

По выпускам еврооблигаций основным органом является Ad hoc committee, именно он вырабатывает основные решения и подходы к реструктуризации. На уровне данного комитета ключевые владельцы облигаций должны выработать взаимоприемлемый подход для бондхолдеров, а уже после вести переговоры с эмитентом. Такая схема позволяет крупным инвесторам иметь равный доступ к информации и прозрачный процесс согласования ключевых условий между ними.

В российской практике инициатива исходит прежде всего от эмитента и его консультантов, задача которых сводится к тому, чтобы привести двухсторонние требования ключевых инвесторов к одному знаменателю. Общее собрание владельцев облигаций, которое всегда проводится в заочной форме, обычно созывается, когда коммерческие договоренности с квалифицированным большинством уже достигнуты. Фактически это просто инструмент принятия и оформления достигнутых договоренностей.

УСЛОВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ И ГЛУБИНА ПРОБЛЕМ ЭМИТЕНТА

На условия реструктуризации прежде всего влияет глубина проблем заемщика, способность в долгосрочной перспективе погасить взятый на себя уровень задолженности. На внешнем рынке, учитывая более диверсифицированный профиль инвесторской базы, владельцы облигаций готовы рассматривать более обширный перечень инструментов, таких как конвертация долга в акционерный капитал, получение акционерного апсайда в той или иной форме, списание задолженности. В российской действи-

тельности инвесторы склонны согласиться на экономическое списание, но с юридической точки зрения это выглядит как длительная пролонгация сроков погашения при крайне низкой нерыночной процентной ставке (например, реструктуризация облигаций ООО «Ютэйр-Финанс» и АКБ «Пересвет» (АО)).

Высокая доля публичного долга в общем объеме задолженности в любом случае усложняет и удлиняет процесс, так как вопрос реструктуризации публичного долга может стать экзистенциальным вопросом для заемщика. Для российского публичного долгового рынка характерна незначительная доля локальных облигаций в кредитном портфеле группы — 5–10%. В результате стандартное пожелание институционального инвестора в рублевые облигации — приоритет исполнения публичных обязательств по сравнению с банковскими кредитами. Данная позиция уже опирается на сложившийся опыт и допущение, что в случае если владельцы облигаций как держатели необеспеченного долга не получают приоритетный денежный поток по сравнению с обеспеченными кредиторами, то у них нет мотивации соглашаться на реструктуризацию. В итоге владельцы рублевых облигаций могут получить привилегированные условия по сравнению с иными кредиторами, как, например, в случае с реструктуризацией ПАО «Мечел». А иногда эмитенты вынуждены соглашаться на условия, которые не вписываются изначально в их финансовую модель, однако для заемщика в данном случае важнее быстро достичь договоренности и сфокусироваться на других кредиторах.

В случае с еврооблигациями сумма задолженности обычно более существенна, а процесс более длительный, проработанный и время не настолько довлеет над эмитентом и инвесторами, поэтому условия реструктуризации обычно учитывают баланс интересов обеспеченных и необеспеченных кредиторов, а также финансовую модель заемщика, соответственно, о приоритетности исполнения обязательств по еврооблигациям говорить не приходится.

СКОРОСТЬ ПРОЦЕССА И ЕГО ТРУДОЕМКОСТЬ

Реструктуризация рублевого выпуска облигаций с точки зрения и сроков, и стоимости существенно проще и дешевле по сравнению с изменением условий на рынке евробондов. Инвесторы и эми-



РОССИЙСКОЕ
ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО
ДАЕТ ПРЕДСТАВИТЕЛЮ
ВЛАДЕЛЬЦЕВ
ОБЛИГАЦИЙ НАМНОГО
БОЛЬШЕ ПОЛНОМОЧИЙ,
ЧЕМ ТРАСТИ

тент замотивированы быстрее найти взаимоприемлемое решение и прекратить дефолт, причем это обоюдное стремление. В процессе на локальном рынке задействовано меньшее количество консультантов. Финансовые консультанты (в виде агента по реструктуризации) и юридические консультанты работают исключительно со стороны эмитента. Владельцы облигаций в переговорах участвуют самостоятельно, что существенно облегчает и удешевляет процесс. На внешнем рынке инвесторы объединяются в группы, и каждая отдельная группа инвесторов нанимает консультантов, работающих в их интересах, что призвано обеспечить максимизацию результата и защиту интересов данной группы по отношению как к эмитенту, так и к другим инвесторам.

Еще одно отличие состоит в том, что в России в отличие от западной практики не принято аудировать финансовую модель с привлечением сторонней помощи. Таким образом, в России вполне реально сделать реструктуризацию за 2–3 месяца, тогда как в западных реалиях этот процесс занимает более 6 месяцев. Именно из-за сжатого временного горизонта в России не получила широкого применения практика заключения соглашения о моратории на требования кредиторов (владельцев облигаций) (standstill agreement).

ПРОЦЕССУАЛЬНЫЕ ДЕЙСТВИЯ

Как в РФ, так и на внешних рынках инвесторы больше заинтересованы в достижении договоренностей за столом переговоров, чем в рамках судебного процесса. Тем не менее в российской практике осуществление процессуальных действий намного проще и чаще всего реализуется именно в индивидуальном порядке. На рынке еврооблигаций это скорее история, связанная с коллективным иском от группы инвесторов либо от трасти от имени всех владельцев облигаций.

РОЛЬ ТРАСТИ/ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Трасти в иностранной практике занимает крайне осторожную, а зачастую даже пассивную позицию с основной мотивацией «не навредить» сделке/процессу. Во-первых, расходы

на осуществление любых действий трасти должны быть предварительно оплачены либо гарантированы со стороны эмитента и владельцев облигаций. Во-вторых, любые действия должны быть подкреплены должной юридической и иной поддержкой со стороны различных консультантов, которые защищают прежде всего интересы трасти и призваны минимизировать его ответственность перед владельцами облигаций. Действия трасти взвешены и фактически осуществляются только при условии наличия соответствующих решений от определенного количества бондхолдеров. Самостоятельные действия трасти не предпринимает.

Российское законодательство дает представителю владельцев облигаций (ПВО) намного больше полномочий, так как ПВО вправе обращаться в суд от имени всех владельцев облигаций или осуществлять внесудебный порядок обращения взыскания на предмет обеспечения без соответствующего решения общего собрания владельцев облигаций. Это, с одной стороны, дает гибкость ПВО, а с другой, может приводить к злоупотреблениям. При этом нам известна недобросовестная практика подачи коллективного иска от имени представителя владельцев облигаций с целью лишить отдельных инвесторов права на индивидуальный иск. В каждом таком случае необходимо глубоко разбираться, и необходима проактивная позиция регулятора в этом вопросе.

РОЛЬ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

Физические лица никогда не играли существенную роль на рынке евробондов, и процесс реструктуризации не является исключением. Процесс реструктуризации для них сложный и непрозрачный, в нем физические лица занимают роль пассивных наблюдателей, не имеющих доступа к переговорному процессу и иной информации о динамике процесса.

В российской практике с появлением общего собрания держателей облигаций, обязательного для всех владельцев облигаций, эмитент и его консультанты существенно сократили объем общения с физическими лицами, несмотря на то что их доля на рынке растет, а в дефолтных выпусках

физические лица — это основной поставщик ликвидности. При этом представитель владельцев облигаций взял на себя основное бремя организации коммуникационного процесса с «обиженными» физическими лицами, благодаря чему владельцы облигаций — физические лица получили доступ к участнику рынка, который способен им объяснить условия и процесс реструктуризации, «добыть» интересующую информацию и прочее. В западной практике трасти такой коммуникации с владельцами облигаций не осуществляет. На рублевом рынке роль и доля физических лиц неуклонно растет, и мы уже видим постепенно формирующуюся тенденцию к объединению физических лиц в целях участия в переговорном процессе. Это очень здоровая тенденция, которая позволит физическим лицам становиться равноправными участниками переговорного процесса и защищать свои интересы на локальном рынке.

В заключение хотелось бы подчеркнуть, что процесс реструктуризации на локальном рынке существенно отличается от западной практики:

- он проще, дешевле и быстрее;
- он существенно лучше вовлекает физических лиц в процесс и позволяет им получить доступ к важной информации;
- при этом он обладает рядом недостатков: кулуарный характер ключевых договоренностей и отсутствие равного доступа к информации со стороны инвестиционного сообщества. Это вопросы, которые можно решить, улучшив нормы об инсайдерской информации и предоставив возможность юридического оформления объединений небольших пакетов облигаций в комитеты;
- он предполагает использование узкого инструментария. Это обусловлено не законодательными ограничениями, а существенными регуляторными запретами для ключевых инвесторов;
- он предусматривает ограниченный список вопросов, отнесенных к компетенции общего собрания владельцев облигаций, что не позволяет владельцам облигаций иметь равные права с иными кредиторами эмитента. ©