




**ЦЕНТР
ПОЛИТИЧЕСКОЙ
ИНФОРМАЦИИ**



Проблемы и перспективы развития российского рынка облигаций

Москва, 2019

105082, г. Москва, 2-й Ирининский переулок, дом 3
Tel.: +7 (499) 261-43-82
E-mail: cpi@polit-info.ru

Проблемы и перспективы развития российского рынка облигаций

В настоящее время на финансовом рынке России растет роль такого инструмента финансирования, как облигации. Рост объема финансирования российских компаний с использованием данного инструмента положительно сказывается на развитии экономики. Одновременно с динамичным ростом рынка облигаций существует проблема, связанная с недобросовестными заемщиками. Традиционно облигация считается инструментом инвестирования с низким уровнем риска и пользуется спросом у консервативных инвесторов. Однако участившиеся в последнее время случаи дефолта по корпоративным долговым бумагам подрывают доверие потенциальных инвесторов и негативно сказываются на инвестиционном климате страны. При этом, некоторые недобросовестные эмитенты злоупотребляют своими правами в ходе процедуры по урегулированию просроченной задолженности и игнорируют требования кредиторов. Это является не только зоной их персональной ответственности, но и чувствительной темой для государства, которое часто в таких случаях выступает защитником не только инвесторов, но и обычных граждан, связанных с недобросовестным эмитентом различными видами экономических отношений.

Облигация как инструмент фондового рынка

Являясь одним из основных инструментов фондового рынка, облигации предоставляют собой долговую ценную бумагу, держателю которой обеспечивается невысокая, по меркам данного рынка, доходность. Доходность по облигациям, которая лишь на несколько процентных пунктов превышает доходность по банковским депозитам, объясняется спецификой рисков инвестора, который предпочел держать в своем портфеле долговые ценные бумаги. Дело в том, что выплаты по облигациям имеют приоритетное значение по сравнению с выплатами по акциям. В отличие от держателей акций, владельцы облигаций не являются собственниками компании и не принимают участие в ее управлении. Покупая акцию, инвестор получает долю в активах компании и может претендовать на часть прибыли компании. Приобретая облигацию, инвестор же становится кредитором предприятия на определенный срок.

При этом важно понимать, что держатель долговых бумаг, в первую очередь, является инвестором и действует в соответствии со своими инвестиционными мотивами. В то время как под кредитором, как правило, принято подразумевать банк, интересы которого не выходят за периметр возврата долга. Банки, к примеру, не так часто продают свою задолженность, если она не перешла в категорию проблемной, да и сам по себе банковский кредит не является инструментом финансового рынка.

Для компаний-эмитентов облигации являются альтернативным способом привлечения средств в бизнес для развития компании и для покрытия ликвидности. При этом, выпуская облигации, компания-эмитент не размывает акционерный капитал и не допускает третьих лиц к участию в процессе принятия решений. В отличие от акций, которые учитываются как собственный капитал компании, облигация с точки зрения баланса предприятия рассматривается как заемный капитал. Помимо коммерческих организаций облигации могут выпускать муниципалитеты и государство, которое таким образом формирует государственный долг.

Отсутствие у держателей облигаций возможности влиять на решения компании представляет собой существенную угрозу для их интересов. Руководство и акционеры компании могут принимать решения, которые будут выгодными лишь акционерам и одновременно с этим наносить ущерб держателям долговых бумаг. Примером может служить увеличение долговой нагрузки компании. Дополнительный объем заемных средств может быть инвестирован в новые проекты и тем самым обеспечить компании рост прибыли, а акционерам рост дивидендов. При этом сам по себе рост долговой нагрузки ведет к снижению рейтинга облигаций и падению их котировок. Сегодня не существует институционального инструмента защиты интересов держателей облигаций. Инвестору приходится рассчитывать только на добросовестность эмитента. Как показал приведенный ниже анализ, эмитенты не всегда руководствуются добросовестными принципами ведения бизнеса.

Основные параметры облигации – номинальная стоимость, величина периодических выплат или купон, регулярность купонных выплат, срок погашения, номинал облигации – отражаются эмитентом в проспекте эмиссии, специальном документе, который регламентирует выпуск облигаций. Срок погашения представляет собой заранее установленную дату, при наступлении которой компания-эмитент выплачивает инвестору номинальную стоимость облигации. Также проспект эмиссии должен

содержать сведения о финансовом положении и платежеспособности эмитента. Купонная выплата (купон) представляет собой периодический доход, который выплачивается держателю облигации до истечения ее срока действия или срока погашения. Купон рассчитывается как процент от номинальной стоимости (номинала) облигации и может быть, как фиксированным (fixed rate), так и плавающим (floating rate) и меняться от периода к периоду. Существуют и облигации с нулевым купоном (zero-coupon bonds), которые не предусматривают регулярных выплат и продаются со значительным дисконтом к номинальной стоимости. Иногда величина купона зависит от финансовых показателей компании. В таком случае интересы держателей облигаций и акционеров будут совпадать.

Некоторые облигации имеют оговорку о досрочном погашении или отзыве, которая позволяет или обязывает эмитента выкупить облигации у держателей до срока ее погашения по номинальной стоимости. Облигации с правом досрочного погашения или облигации с опционом «колл» (retracable) обеспечивают эмитенту относительную свободу действий. Эмитенты облигаций пользуются правом досрочного выкупа в условиях падения процентных ставок – выкупив уже выпущенные долговые обязательства, эмитент может заменить их новым траншем с более низкой процентной ставкой. После отзыва облигации инвесторам предоставляется право купить облигации нового транша с более низкой доходностью. Такой риск называется риском реинвестирования. Инвесторы, которые хотят избежать этого риска, приобретают безотзывные облигации (bullets), досрочный выкуп по которым не предусмотрен. Однако доходность по таким бумагам будет ниже, чем от отзывным.

При выпуске облигаций также может быть предусмотрено право инвестора потребовать эмитента досрочно выкупить у него бумаги при наступлении определенной даты до срока погашения. Такие облигации позволяют инвестору при необходимости получить наличные средства и носят название облигации опционом «пут» (put bond).

Как видно, сегодня существует множество механизмов, благодаря которым бизнес может привлекать заемное финансирование на приемлемых для себя условиях. При необходимости, с помощью введения отдельных положений в проспект эмиссии, компания может застраховать себя от недружественного поглощения. При этом далеко не все эмитенты ведут себя добросовестно по отношению к инвесторам, эксплуатируя ограниченность их прав.

Классические или необеспеченные облигации не предусматривают имущественное обеспечение обязательств компании, а гарантией выплат по таким ценным бумагам выступает высокий кредитный рейтинг эмитента и его имидж как компании, которая в полном объеме выполняет свои обязательства. Обеспеченные облигации дают их держателю право на получение части собственности эмитента, которая оформлена в качестве залога по данным обязательствам эмитента. Кроме собственности компании залогом по облигациям может являться поручительство, банковская или государственная гарантия. Если эмитент не выполняет своих обязательств по выплатам долга, то залог продается на рынке, а вырученные средства идут на покрытие задолженности перед держателями облигаций или кредиторами. Самым высоким риском обладают субординированные облигации. При банкротстве компании-эмитента держатели таких облигаций могут рассчитывать на возврат номинальной стоимости в последнюю очередь, после всех остальных кредиторов. Если эмитент не дошел до банкротства, а проходит процедуру санации, его субординированные долги списываются и держатели облигаций лишаются права на получение компенсации.

При принятии решения о покупке облигаций инвестор оценивает риск дефолта эмитента, риск реструктуризации обязательств, риск ликвидности, процентный и инфляционный риск. Риск дефолта или риск банкротства компании-эмитента полностью отсутствует у обеспеченных облигаций. Риск реструктуризации реализуется, если эмитент не в состоянии выполнять обязательства по облигациям и общее собрание владельцев долговых бумаг принимает решение о реструктуризации обязательств, которое изменяет срок погашения, процентную ставку по купонному доходу и периодичность купонных выплат. Риск ликвидности связан с желанием инвестора продать облигации раньше, чем наступит срок погашения. В таком случае инвестор может столкнуться с отсутствием спроса на ценные бумаги в силу финансовых проблем или небольшой известности компании-эмитента. Процентный риск тесно связан с движением процентной ставки Центрального Банка России и реализуется в случае, если доходность по облигации держателя ниже, чем среднерыночная доходность по схожим облигациям. Инфляционный риск реализуется, если скорость роста общего уровня цен в экономике превысит доходность облигации. Этот вид риска сегодня считается минимальным.

Облигация имеет двойственную природу – с одной стороны это ценная бумага, с другой – вид займа. Поэтому к облигациям применяются нормы законодательства о рынке ценных бумаг¹, а также некоторые положения Гражданского и Налогового кодекса. После волны дефолтов по облигациям российских эмитентов в 2017 году, в действующее законодательство были приняты поправки, которые, в частности, ограничивают приобретение физическими лицами субординированных облигаций. Вместе с этим, в российском законодательстве существуют пробелы в части регулирования отношений между организатором облигационного займа и инвестором, а также в части ответственности эмитента за дефолт и возмещения долга инвестору.

Особенности российского рынка облигаций

Российский рынок облигаций сегодня составляет около 21% от ВВП². Объем рынка российских рублевых облигаций по состоянию на конец марта 2019 года составил около 21,9 трлн рублей³, из которых больше половины пришлось на долю корпоративных долговых обязательств. Владельцами большинства облигаций, выпущенных в России, являются коммерческие банки и небанковские финансовые компании. Доля российского рынка облигаций в глобальном масштабе мала и составляет лишь 0,5%. Причинами такой невысокой доли российского рынка облигаций в мировом масштабе является молодость отечественного рынка долговых бумаг (первые корпоративные облигации были выпущены лишь в конце 1990-х) и множество внешних шоков, ставших причинами финансовых и экономических стрессов в экономике. Самые глубокие кризисы в российской экономике, (1998, 2009 и 2014 годов) препятствовали развитию российского рынка облигаций и подорвали доверие к нему как у отечественных, так и у зарубежных инвесторов.

В 2018 году около половины объема рынка долговых обязательств составляли государственные бумаги. Однако сейчас наметилась тенденция к увеличению доли частных компаний на рынке облигаций, что вызвано

¹ Основные документы: Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года №39-ФЗ; Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 года N 46-ФЗ.

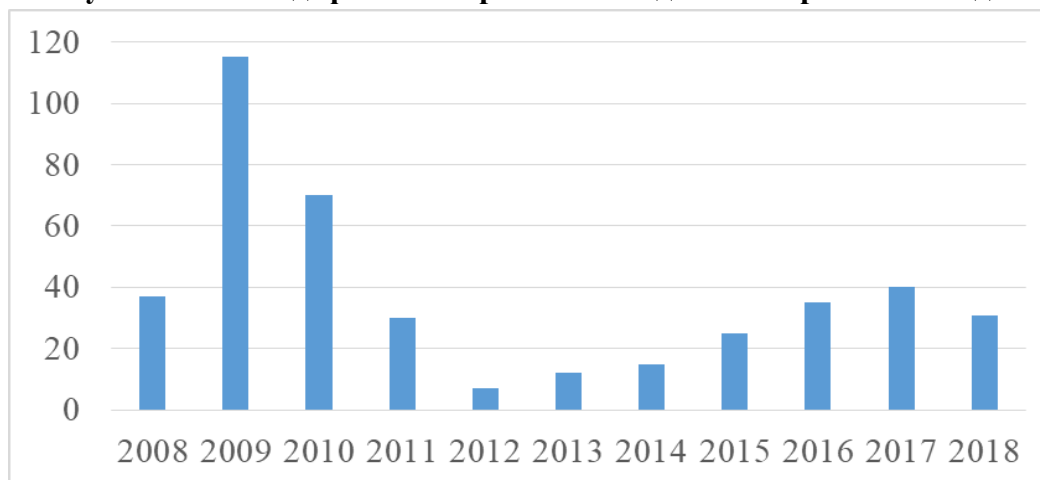
² <https://www.acra-ratings.ru/research/1119>

³ <http://ru.cbonds.info/>

развитием инфраструктуры отечественного финансового рынка. На рынке корпоративных облигаций лидируют нефинансовые компании, так как все большее число таких компаний достигает зрелого возраста, что делает их более стабильными с точки зрения инвесторов. Кроме того, рынок корпоративных облигаций отличается высокой концентрацией. Так, например, в январе 2019 года облигации компании «Роснефть» составили 40% от объема долговых обязательств компаний нефинансового сектора⁴.

Статистика дефолтов на рынке облигаций нередко используется инвесторами при принятии решений о покупке ценных бумаг. Динамика российского рынка облигаций показывает, что наибольшее количество дефолтов случилось в 2008-2009 годах. При этом с 2013 года на рынке наблюдается стабильный рост числа неплатежей, в том числе, в связи с осложнением мировой экономической конъюнктуры, а также геополитическими кризисами. Стоит отметить, что с 2014 года растет доля банков и финансовых компаний в общем объеме дефолтов. В 2018 году были зафиксированы неплатежи по облигациям 31 компании, включая дефолты SPV-компаний (компании специального назначения)⁵.

Рисунок 1. Число дефолтов на российском долговом рынке по годам



Источник: составлено на основании данных АКРА

На первый взгляд может показаться, что физические лица не страдают от дефолтных событий на долговом рынке, ведь в России они редко выступают держателями облигаций. Однако в 2017-2018 годах

⁴ <https://www.acra-ratings.ru/research/1119>

⁵ Компания специального назначения, преимущественными целями создания которой являются реализация и обслуживание определенного проекта. Основными направлениями деятельности российских компаний специального назначения являются привлечение финансирования посредством выпуска российских корпоративных облигаций, еврооблигаций, секьюритизация активов, проектное финансирование, купля-продажа недвижимости, сделки с интеллектуальной собственностью.

череда дефолтов по долговым бумагам все же затронула частных лиц. В этот период дефолты по своим бумагам объявляли SPV-компании, связанные с кредитными организациями, которые были структурно значимыми участниками банковского сектора в части обслуживания физических лиц.

Кейс «ФК Открытие» наглядно демонстрирует ситуацию, при которой такой инструмент как облигационный заем может быть использован с целью вывода денежных средств⁶ группы взаимозависимых компаний. Так, например, в мае 2018 года SPV-компания O1 Group (основной бенефициар Борис Минц)⁷ «O1 груп финанс» допустила технический дефолт по облигациям со сроком погашения в 2027 году. Основным держателем этого выпуска был банк «ФК Открытие» (на момент дефолта проходил санацию Центробанка). Банк приобрел эти бумаги незадолго до санации, в августе 2017 года. «ФК Открытие» купил 3/4 выпуска облигаций «O1 груп финанс» со сроком погашения в 2027 году. При этом, у структур Б.Минца уже были долги перед «ФК Открытие», которые были обеспечены недвижимостью. В ходе решений менеджмента (на тот момент в банке еще не была введена временная администрация) обеспеченные недвижимостью долги O1 Group перед «ФК Открытие», как утверждают, были заменены на необеспеченные облигации SPV-компании «O1 груп финанс»⁸.

Позже «O1 груп финанс» были предприняты попытки реструктуризировать долговые бумаги⁹, однако сделать этого не удалось, так как не все держатели долговых бумаг были согласны с предложенными условиями. При наступлении дефолта по облигациям «O1 груп финанс» состояние активов «ФК Открытие» резко ухудшилось. В конечном итоге это стало причиной санации банка с привлечением бюджетных средств.

Впоследствии новое руководство «ФК Открытие» оспорило в суде покупку облигаций «O1 груп финанс», затем проблемная задолженность была передана в банк «Траст». В апреле 2019 года Арбитражный суд Москвы удовлетворил иск банка «Траст» к «O1 груп финанс» о возмещении долга по облигациям. Позже «Траст» подал иск в Высокий суд Лондона о возмещении ущерба по облигациям, который утвердил приказ,

⁶<https://versia.ru/za-schet-chego-vladelec-o1-group-boris-minc-pochti-doprygnul-do-polusotni-rossijskix-milliardero>

⁷<https://www.vedomosti.ru/realty/articles/2018/05/27/770869-mints-uehal-v-london>

⁸<https://www.vedomosti.ru/realty/articles/2018/10/31/785202-fk-otkritie-minoritariem-o1-properties>

⁹<https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/12/18/745561-mintsa-kreditori>

налагающий запрет для владельца O1 Group Бориса Минца и трех его сыновей отчуждать имущество на сумму в пределах 572 млн долларов по всему миру, что равнозначно аресту имущества.

За год до санации, в 2016 году, «ФК Открытие» был крупнейшим частным банком в России, занимал пятое место в стране по объему активов и седьмое место по объему вкладов физических лиц¹⁰. Масштаб кредитной организации стал первоочередной причиной проведения процедуры санации с использованием государственных средств.

Важно, что мировые суды все чаще принимают сторону кредиторов в спорах по облигационным займам. Так, в 2017 году Лондонский арбитраж встал на сторону Группы ВТБ, которая владела облигациями структур банка «Уралсиб». Выпущенные в 2003 году облигации «Уралсиба» изначально не были субординированными, однако после двух реструктуризаций стали таковым. При этом Группа ВТБ не соглашалась с условиями первой реструктуризации и продолжала держать бумаги «Уралсиба» на прежних условиях. В 2015 году банк «Уралсиб» был отправлен на санацию, а его субординированные долги подлежали списанию. Представители Группы ВТБ в Лондонском арбитраже настаивали на том, что они при этом оставались держателями обычных, несубординированных бумаг¹¹.

Ситуация, схожая с кейсом «ФК Открытие», в 2017 году произошла и в «Промсвязьбанке», еще одном крупном и структурно значимом участнике банковского сектора. Летом 2017 года «Промсвязьбанк» (основные акционеры на тот момент братья Алексей и Дмитрий Ананьевы)¹² находился в критическом состоянии¹³, но несмотря на это топ-менеджмент кредитной организации сначала одобрил решение о получении субординированного займа от компании PSB Finance S.A. на сумму 500 млн долларов, а затем принял решение о приобретении еврооблигаций данной компании¹⁴. Вскоре по облигациям компании PSB Finance S.A. был объявлен дефолт, что нанесло серьезный ущерб «Промсвязьбанку», который к тому времени был отправлен на санацию¹⁵.

¹⁰https://www.banki.ru/banks/ratings/?BANK_ID=690&IS_SHOW_GROUP=0&IS_SHOW_LIABILITIES=0&date1=2016-12-01&date2=2016-11-01

¹¹<https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/09/21/734723-vtb-pretsedent-evroobligatsii>

¹²<https://ria.ru/20171215/1511057376.html>

¹³<https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/12/21/789967-promsvyazbank>

¹⁴<https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/370739-promsvyazbank-podal-rekordnyy-isk-k-bratyam-ananьевym-i-byvshim>

¹⁵<https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/370739-promsvyazbank-podal-rekordnyy-isk-k-bratyam-ananьевym-i-byvshim>

В мае 2019 года по иску «Промсвязьбанка» Арбитражный суд Москвы арестовал имущество и активы Алексея и Дмитрия Ананьевых и бывших топ-менеджеров кредитной организации на рекордную для российской практики сумму в 282,2 млрд рублей¹⁶. «Промсвязьбанк» занимал третье место среди российских банков по размерам активов по данным на третий квартал 2017 года¹⁷.

На санацию «ФК Открытие» и «Промсвязьбанка» было потрачено более 600 млрд рублей из государственного бюджета¹⁸. Сообщение о санации среди клиентов банков вызвало большую обеспокоенность. Списание субординированных долгов данных банков лишило держателей облигаций возможности вернуть свои инвестиции.

Другой значимый и, более того, актуальный сейчас кейс, связан с облигациями, выпущенными в ходе реструктуризации бумаг банка «Русский Стандарт» (конечный бенефициар Рустам Тарико)¹⁹. В конце 2017 года дефолт по выплате купона по своим облигациям допустила сервисная компания Russian Standard Ltd²⁰. Облигации со сроком погашения в 2022 году были выпущены в 2015 году в рамках реструктуризации облигаций банка «Русский Стандарт» с погашением в 2020 и 2024 году²¹. В рамках реструктуризации держатели бумаг получили начисленные проценты и 18% от номинала, а остальная сумма была обменена на облигации Russian Standard Ltd номиналом 451 млн долларов со сроком погашения в 2022 году. Новый выпуск ценных бумаг был обеспечен 49% акций банка «Русский Стандарт». Примечательно, что дефолт был объявлен в том же году, когда банк, акции которого выступают обеспечением по облигациям, вышел на прибыль²². Стоит отметить, что банк «Русский Стандарт» занимает 29-е место в России по уровню нетто-активов²³ и 19-е место по объёму вкладов физических лиц²⁴.

Банк «Русский Стандарт», согласно информации из отчетности МСФО за 2018 год²⁵, владеет ценными бумагами крупного производителя водки Roust Corporation (входит в Roust Holdings Limited), винного дома

¹⁶ <https://www.gazeta.ru/business/2019/05/31/12385999.shtml>

¹⁷ <https://www.rbc.ru/finances/17/12/2017/5a33c63c9a79477c6265a33e>

¹⁸ <https://www.rbc.ru/finances/17/12/2017/5a33c63c9a79477c6265a33e>

¹⁹ <http://www.cbr.ru/credit/coinfo.asp?id=450000359>

²⁰ <https://www.rbc.ru/finances/02/11/2017/59f9f72d9a79474f1b0694e4>

²¹ <https://bonds.finam.ru/issue/details01D1700006/default.asp>

²² <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/09/13/780803-kreditori-tariko>

²³ https://www.banki.ru/banks/ratings/?PROPERTY_ID=60

²⁴ https://www.banki.ru/banks/ratings/?PROPERTY_ID=60

²⁵ https://www.rsb.ru/about/recording/2019/svodnaya_po_msfo_1q_2019_rus.pdf

Gancia (Италия), а также кредитного бюро «Русский стандарт». Согласно данным бухгалтерского баланса банка, по состоянию на первый квартал 2019 года объем инвестиций банка в дочерние и зависимые организации составил 33 млрд рублей²⁶. Кредиторы Russian Standard Ltd также были обеспокоены тем, что после объявления дефолта по бумагам, в декабре 2017 года банк «Русский Стандарт» перестал владеть блокирующим пакетом Roust Trading Limited (объединяет «алкогольные активы» Рустама Тарико).

Акции алкогольной компании появились на балансе банка в 2015 году, когда самой кредитной организации потребовалось улучшение финансовых показателей. При этом сделка по продаже доли в производителе алкоголя была заключена с аффилированной стороной, а само определение таких сделок, как утверждают, несет риск нерыночной цены продажи актива²⁷. Этот случай демонстрирует ситуацию, когда держатели долговых бумаг эмитента несут убытки от действий акционеров. Объявление дефолта по облигациям привело к резкому снижению доходности облигаций, согласно торговым котировкам²⁸.

При этом «алкогольный бизнес» Roust Trading Limited сейчас, как убеждены на рынке, также переживает не лучшие времена. В 2016 году Roust Trading Limited, например, допустил дефолт по выпущенным облигациям компании. Тогда кредиторы согласились на реструктуризацию задолженности на условиях списания половины долга, получения 38% акций алкогольной компании, единовременной выплаты в 20 млн долларов и выпуска новых обязательств с купоном 10% годовых. На тот момент в долгосрочные планы компании входило проведение IPO в ближайшие два-три года²⁹. Вместо этого, в 2017 году, по решению Суда по банкротствам Южного округа Нью-Йорка, компания Roust Trading Limited снова была докапитализирована на сумму 500 млн долларов³⁰.

Примечательно, что 49% акций банка «Русский Стандарт», то есть акционера Roust Trading Limited, в свою очередь, являются залоговым обеспечением по ценным бумагам, выпущенным сервисной компанией Russian Standard Ltd. Потенциально на бизнес Roust Trading Limited может претендовать сразу две группы кредиторов – держатели

²⁶ <http://www.cbr.ru/credit/main/coinfo/f806/1904/?regnum=2289&dt=201904>

²⁷ <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/09/13/780803-kreditori-tariko>

²⁸ <https://www.finanz.ru/obligatsii/grafik/xs1117280625>

²⁹ <https://www.rbc.ru/business/09/01/2017/58738c189a79478697eec7d1>

³⁰ <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/01/09/672268-sud-odobril-reorganizatsiyu>

реструктурированных облигаций Roust Trading Limited и держатели бумаг Russian Standard Ltd.

СМИ со ссылкой на экспертов сообщают, что при текущих финансовых показателях деятельности структуры Roust Trading Limited, компании группы вряд ли смогут выплачивать как дивидендный, так и купонный доход держателям ценных бумаг³¹.

СМИ со ссылкой на одного из держателей облигаций Russian Standard Ltd сообщают, что в настоящее время существует два возможных варианта развития данной ситуации – очередная реструктуризация задолженности и фактический дефолт заемщика с последующим взысканием залога³².

Реструктуризация долга, действительно, довольно часто используется как инструмент урегулирования задолженности по облигациям. Как уже упоминалось выше, в этом случае по общему согласию держателей облигаций переносится срок обслуживания и выплаты долга, а также происходит согласование новых условий кредитования между акционерами и держателями долговых бумаг. На практике добиться согласия всех кредиторов компании по основным параметрам реструктуризации крайне сложно, ведь в зависимости от размера пакета бумаг, интересы инвесторов существенно различаются. Помимо необходимости достижения согласия между акционерами, важна позиция эмитента, который может либо оперативно реагировать на действия инвесторов, либо, напротив, бездействовать и затягивать процедуру реструктуризации. Затягивание процесса урегулирования задолженности негативно сказывается на всех участниках сделки. У инвестора возникает упущенная прибыль – невыплаченные купонные доходы могли бы быть реинвестированы. Бизнес несет репутационные потери, так как эмитент, допустивший дефолт по бумагам, воспринимается рынком как недобросовестный заемщик.

Однако не всегда процесс реструктуризации проходит затруднительно. Примером успешно проведенной реструктуризации можно считать кейс авиакомпании «ЮТэйр». В 2014 году на фоне кризиса авиаотрасли в тяжелую финансовую компанию попали две авиакомпании – «ЮТэйр» и «Трансаэро». В условиях кризиса две этих компании повели себя по-разному. «Трансаэро» стала наращивать перевозки, и

³¹ <https://gorod55.ru/news/society/05-06-2019/bank-rustama-tariko-mozhet-okazatsya-nelikvidnym>

³² <https://www.rbc.ru/finances/07/11/2017/59fc22d49a79474189676b38>

демпинговать, рассчитывая на помощь государства. «ЮТэйр», напротив, сократила парк самолетов, маршрутную сеть и снизила издержки³³. При этом акционеры и кредиторы «ЮТэйра» решили пойти навстречу друг другу и оперативно согласовали условия реструктуризации³⁴. В то же время акционеры и кредиторы компании «Трансаэро» не смогли вовремя прийти к взаимовыгодному решению, вследствие чего им было отказано в предоставлении государственных средств для проведения реструктуризации. Аналогично, долгий процесс согласования условий реструктуризации долгов по ценным бумагам банка «Связной» впоследствии привел к его банкротству.

Из сообщений в СМИ следует, что переговоры по реструктуризации долговых обязательств банка «Русский Стандарт» идут с февраля 2018 года³⁵. Тогда Russian Standard Ltd, согласно данным медиа, представила план реструктуризации: держателям долговых бумаг было предложено две альтернативы – денежная выплата в размере 25% от номинала бумаг или выплата 20% от номинала плюс право на дополнительные выплаты, привязанные к финансовым результатам банка «Русский стандарт»³⁶. Однако не все кредиторы были согласны с такими условиями реструктуризации. Эмитент облигаций, как утверждают эксперты в СМИ, не предоставил кредиторам других приемлемых предложений по реструктуризации долга.

При этом, некоторые публицистические издания сообщают о том, что в структурах Р.Тарико может происходить вывод капитала из банка через алкогольный бизнес, который в настоящий момент сталкивается с трудностями³⁷. По данным открытых источников, продажи алкоголя Roust Trading Limited за прошлый год упали в два раза, а некоторые зарубежные партнеры компании отказались от сотрудничества с ней³⁸.

Помимо всего прочего банк в последнее время несет репутационные издержки, хоть и не связанные напрямую с дефолтом облигаций Russian Standard Ltd, но показательные, с точки зрения подхода к решению спорных ситуаций. Так, СМИ со ссылкой на Прокуратуру Центрального района города Сочи сообщают, что юрисконсульт «Русского Стандарта»

³³ <https://www.interfax.ru/business/487766>

³⁴ <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/11/20/617659-aviakompaniya-yuteir-zavershila-restrukturizatsiyu-dolga>

³⁵ <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/377045-bank-rustama-tariko-vpervye-zarabotal-na-vodke>

³⁶ <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/11/21/787011-derzhateli-bondov-russian-standard>

³⁷ http://www.moscow-post.su/economics/vodka_i_standarty_tariko30611/

³⁸ <https://versia.ru/smozhet-li-bankir-i-vodochnyj-korol-soxranit-svoi-aktivy>

предложил взятку судебному приставу, который занимался взысканием долгов с заемщиков банка³⁹. Сумма незаконного вознаграждения должна была составить 2,6 млн рублей. Чиновник, однако, от «взятки» отказался и сообщил об инциденте в местную прокуратуру, которая по факту этого заявления провела проверку на предмет соблюдения закона о противодействии коррупции. В результате Суд Центрального района города Сочи по заявлению прокуратуры вынес решение присудить банку штраф в размере 26 млн рублей⁴⁰.

Такие репутационные издержки в совокупности с недавним дефолтом по выплате купона на долговые бумаги, которые однажды уже проходили процедуру реструктуризации, как уверены на рынке, существенно снижают возможность выхода структур Roust Trading Limited на IPO и привлечение заемных средств из новых источников. Дефолт же по ранее реструктурированным облигациям свидетельствует о недостаточно эффективном управлении группой связанных компаний, что снижает инвестиционную привлекательность бизнеса в целом. По сообщениям СМИ, сам акционер уже не имеет средств для поддержки банка⁴¹.

Отметим, что в 2015 году банк «Русский Стандарт» участвовал в программе докапитализации банков с помощью механизма ОФЗ⁴². Иными словами, однажды государство уже помогало структурам, связанным с Roust Trading Limited улучшить финансовое положение. Вместо ожидаемого улучшения показателей, в 2017 году по облигациям Russian Standard Ltd был объявлен дефолт.

При этом на практике все же были случаи, когда банк, получивший финансовую поддержку, выходил из кризисного состояния довольно быстро. Так, например, банк «Уралсиб» в 2015 году также пережил докапитализацию (частным санатором выступил Владимир Коган) после того, как пострадал от кризиса потребительского кредитования, как и «Русский Стандарт». Под руководством нового акционера «Уралсиб» вышел на стабильные позиции по объему прибыли и активов. Более того, связанные с банком структуры отвечают по долгам предыдущего владельца «Уралсиб» перед кредиторами⁴³.

³⁹ <https://iz.ru/892551/khariton-galitckii/russkii-standart-borba-za-vyzhivanie>

⁴⁰ <https://www.vedomosti.ru/finance/news/2019/06/11/803985-russkii-standart>

⁴¹ http://finnews.ru/cur_an.php?idnws=26466

⁴² <https://lprime.ru/Bonds/20150909/818824792.html>

⁴³ <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2019/09/20/811719-uralsib>

Не исключено, что кейс Roust Trading Limited вскоре может начать развиваться по сценарию «Промсвязьбанка», о схожести этих ситуаций уже писали некоторые СМИ⁴⁴. На санацию пострадавшего от вывода средств «Промсвязьбанка» были выделены государственные средства. На счетах в «Промсвязьбанке» находился большой объем средств физических лиц, поэтому государство было готово оплачивать его санацию. Как уже отмечалось ранее, «Русский Стандарт» активно работает со средствами физических лиц. По информации СМИ, в случае ухудшения финансового состояния «Русского Стандарта», государству, получается, также придется предпринимать меры по спасению кредитной организации, чтобы избежать социального напряжения в обществе⁴⁵.

* * *

Подводя итог анализу дефолтов российских или взаимосвязанных с ними эмитентов, можно отметить, что от банкротства компании-эмитента в конечном счете страдают все стороны отношений. Акционер лишается бизнеса, государство и рынок теряет игрока, а физические лица страдают от последствий снизившейся на таком рынке конкуренции. Инвестор при этом практически всегда лишается права взыскать долги: если бумаги были выпущены в рамках субординированного займа – их списание происходит в рамках банкротства, если бумаги были несубординированные, то вероятность получения компенсации с банкрота через суд на практике оказывается невысокой.

В таких ситуациях сторонам важно идти на конструктивный компромисс. При этом ситуация в разы усложняется, если одна из сторон ведет недобросовестную игру. Главной ценностью бизнеса, помимо генерирования стабильной прибыли, должна стать ответственность перед рынком, клиентами и кредиторами.

Для улучшения инвестиционного климата сегодня очень важно распространять культуру добросовестных принципов ведения бизнеса в стране. В противном случае, такой долгожданный для нашей страны свободный рынок рискует очень быстро стать «диким» и токсичным для инвесторов.

⁴⁴ <https://flb.ru/2/1168.html>

⁴⁵ https://www.dp.ru/a/2017/12/03/Kogda_ujdet_v_istoriju_ban

Перспективы развития ситуации

Существующие сегодня механизмы защиты владельцев облигаций допустившей дефолт компании все чаще показывают свою несостоятельность. Назрела необходимость введения дополнительных механизмов, которые не позволят эмитенту вести себя недобросовестно по отношению к инвестору и уходить от имущественной ответственности. К настоящему моменту многие инвесторы столкнулись с ситуациями банкротства компании-эмитента или поручителя эмитента, случаями намеренного вывода имущества эмитентом с использованием недобросовестных схем, умышленным затягиванием судебных разбирательств и так далее. На практике держателям облигаций не так просто принудить эмитента к выплате купона или изъять залог.

Как показал проведенный анализ, позитивным моментом в современной практике является тот факт, что суды все чаще встают на сторону инвестора. Однако в России прецедентное право отсутствует, хотя суды зачастую и мотивируют свои решения позицией вышестоящих инстанций. Кейсы урегулирования задолженности по облигациям редко затрагивают лишь одну юрисдикцию. Сегодня российский эмитент может зарегистрировать SPV-компанию в оффшорной зоне и выпустить долговые бумаги через зарубежную площадку. В условиях все большей мировой интеграции бизнеса очень важно содействие мирового сообщества в вопросах противодействия недобросовестной бизнес-практики. В этом направлении сегодня проделано немало работы со стороны ОЭСР, и Россия со своей стороны выполняет директивы организации – начат международный обмен информацией, идет процесс перехода компаний на международные стандарты учета, законодательство постепенно меняется в соответствии с глобальными трендами.

Налаживание международного обмена информацией может быть полезно также в случаях, когда фактически российский эмитент выпускает бумаги через оффшорную компанию за рубежом. В этом случае важно оценить не номинальные риски для площадки размещения, а реальные риски для государства, на территории которого непосредственно функционирует бизнес. Также отдельные меры могут быть предприняты и со стороны российских органов финансового мониторинга. В этом случае важно обеспечить разумный контроль, иначе «закручивание гаек» может лишь усугубить ситуацию в отечественном бизнесе.

Крайне важно культивировать в российской бизнес-среде нулевую толерантность к недобросовестным практикам ведения бизнеса. Несомненно, эмитенты должны защищать свои интересы в отношениях с инвесторами, чтобы не допустить захват бизнеса через финансовые инструменты компании. Однако при соблюдении прав этой группы участников рынка не должны ущемляться права инвесторов. В качестве одной из мер по предотвращению недобросовестных проявлений на финансовом рынке можно предложить создание площадки для обсуждения актуальных вопросов и проблем как эмитентов, так и держателей ценных бумаг. Вовремя оказанная консультационная поддержка может предотвратить множество нарушений, которые допускают участники рынка.

18 ноября 2019 года

(с) Центр политической информации