Провал ОСВО и реструктуризаций розничных выпусков облигаций: кто виноват и что делать?

Илья ВИНОКУРОВ,
член совета Ассоциации владельцев облигаций



Частные инвесторы за последние годы неоднократно наблюдали случаи возникновения проблем при организации и проведении ОСВО эмитентами ВДО с высокой долей «мелких» частных инвесторов в выпусках

Ярким трендом 2020–2021 годов на рынке облигаций стал массовый приход инвесторов — физических лиц. Еще в 2020 году организаторы размещений отмечали, что в выпусках размером 1–5 млрд рублей с кредитными рейтингами BBB+ и выше физики отнимали аллокацию у институциональных инвесторов, приобретая до половины, а то и более объема, например, «Киви Финанс» 001Р-01 — 42% выпуска, «Максима Телеком» БО-П01 — 46%, АО «Аэрофьюэллз» 001Р-01 — 73%. В сегменте «настоящих ВДО» с рейтингами BBB и ниже инвесторы-физлица стали основной движущей силой. Период горячего спроса постепенно сошел на нет, и настало время собирать камни. Дефолты и попытки реструктуризации в выпусках с большой долей инвесторов-физиков стали повседневным явлением.

ЗА ЧТО БОРОЛИСЬ, НА ТО И НАПОРОЛИСЬ

Проблема реструктуризаций, где держатель-мажоритарий действует в своих интересах, навязывая на ОСВО свою волю владельцам малых пакетов через сбор 75% голосов и принятие зачастую крайне невыгодных условий, стала базовой в кейсах, например, «Пересвета» и «Финанс-Авиа». Долгие годы инвесторы-миноритарии пытались, в том числе и в судах, бороться с этим несправедливым явлением. В ЦБ проблему признают и готовы принять меры.

«Во-первых, постараться максимально отстранить от участия в принятии ключевых решений на собраниях держателей облигаций лиц, связанных с эмитентом или же аффилированных с ним. Сейчас такой запрет есть, но его нужно прописать более четко», — сообщила в интервью «Интерфаксу» в октябре 2021 года директор департамента корпоративных отношений ЦБ РФ Елена Курицына. «Мы хотим поднять порог по количеству голосов для принятия наиболее серьезных и важных решений на таких собраниях, например, когда ставится вопрос о согласовании реструктуризации, новации, отступного или об отказе от права на досрочное погашение или взыскание залога и так далее. Сейчас на это требуется 75% голосов, мы хотим этот порог поднять, но пока обсуждаем возможные значения. Обсуждаем в том числе долю

в 95%, здесь есть баланс, но, возможно, мы предложим менее радикальные решения — 85–90%», — сказала она.

И вот ситуация на глазах переворачивается с ног на голову — основного интересанта в выпуске может просто не быть! Частные инвесторы за последние годы неоднократно наблюдали случаи возникновения проблем при организации и проведении ОСВО эмитентами ВДО с высокой долей «мелких» частных инвесторов в выпусках.

«КИСТОЧКИ» НАЧИНАЮТ И ПРОИГРЫВАЮТ

Шестого мая 2020 года эмитент сообщил о намерении провести ОСВО по вопросу отказа от права требовать приобретения облигаций серии БО-П01 в дату окончания 12-го купонного периода. Основание — закрытие студий сети из-за принятых в РФ мер в связи с распространением COVID-19, что могло привести к невозможности исполнить оферту из-за недостатка денежных средств. Инвесторам было предложено два варианта: подача бюллетеня через своего брокера в личном кабинете на сайте с заверением его электронной подписью и доставка бумажного оригинала бюллетеня на указанный почтовый адрес эмитента. Инвесторы отметили, что многие брокеры не принимали поручения по голосованию, хотя данный вариант являлся наиболее удобным и предпочтительным. Двадцать девятого мая 2020 года состоялось ОСВО. Всего было учтено 1384 голоса, «за» — 825, «против» — 559. Для принятия решения необходимо было получить 3000 голосов (то есть 75% выпуска). В голосовании приняло участие менее 35% держателей, и решение не было принято.

В ходе опроса держателей облигаций ООО «Кисточки Финанс» я пришел к выводу, что причинами низкой активности могли стать: отсутствие эффективного инструмента информирования широкого круга держателей, невозможность подать поручение брокеру, комиссия брокера за поручение, которая была несоизмерима с объемом позиции держателей мелких пакетов, низкое доверие к сбору бумажных бюллетеней.

«КАСКАДНЫЙ» РЕЗОНАНС

Двадцать седьмого июля 2020 года ООО «Каскад» опубликовало повестку ОСВО серии 001Р по вопросам согласия на внесение эмитентом изменений в решение о выпуске облигаций, связанных с объемом прав по облигациям и порядком их осуществления и об отказе от права требовать досрочного погашения биржевых облигаций или приобретения биржевых облигаций в случае возникновения у владельцев облигаций указанного права. Порядок голосования предполагал только один способ — направление бумажного бюллетеня на почтовый адрес эмитента. Представитель эмитента сообщил, что почтовые расходы инвесторов были компенсированы.

Одиннадцатого августа 2020 года состоялось ОСВО. В голосовании по обоим вопросам было учтено 198 340 голосов, из которых «за» — 198 340, «против» — 0. Для принятия решения необходимо было получить 225 000 голосов (то есть 75% выпуска). В голосовании приняло участие около 66% держателей, и решение не было принято.

Проанализировав ситуацию, я пришел к тем же выводам, что и в первом случае. Более высокие показатели явки, вероятно, были связаны с наличием «якорного» держателя в лице Банка МСП. Все приложенные усилия оказались тщетны — реструктуризация не состоялась, эмитент ушел в дефолт, бенефициар эмитента, по имеющейся информации, стал фигурантом уголовного дела.

СКАЖИ-КА, «ДЯДЯ»...

В мае 2021 года ООО «Дядя Дёнер» допустило дефолты по выплате купонов и погашению номинальной стоимости двух выпусков своих биржевых облигаций. Восьмого ноября 2021 года в обращении к инвесторам генеральный директор и соучредитель ООО «Дядя Дёнер» Антон Лыков сообщил, что компании удалось договориться о реструктуризации текущих задолженностей с банками, и эмитент готов приступить к решению вопроса о погашении долга перед облигационерами. Он также представил план реструктуризации долга в виде нового графика погашения, но без какого-либо экономического обоснования.

Десятого ноября 2021 года эмитент обратился в Ассоциацию владельцев облигаций с просьбой о помощи в организации переговоров с инвесторами о возможном проведении ОСВО по первому выпуску облигаций. Двенадцатого ноября 2021 года, после проведения переговоров, АВО выступила с предложением образовать совместную рабочую группу, организовать работу по оповещению инвесторов, а также предоставить техническую площадку для проведения предварительного голосования по поставленным вопросам с привлечением партнера — информационного портала INBONDS. За одну неделю специалистами INBONDS была создана удобная форма голосования с дополнительной сверкой по выписке из НРД, с соблюдением всех норм работы с персональными данными, но, к сожалению, далеко не все они являлись актуальными. INBONDS и АВО работали на безвозмездной основе, исключительно ради создания положительного примера взаимодействия и реструктуризации в секторе ВДО. АВО провела серию переговоров и согласований с брокерами, НРД, представителем биржи. Все профучастники пошли на встречу и оказали содействие.

Шестого декабря 2021 года стартовал предварительный опрос мнений держателей облигаций «Дядя Дёнер» серии БО-П01. Впервые был применен такой механизм, как пре-ОСВО, и судя по недавним попыткам реструктуризации бумаг «Обуви России» и «Кисточки» пре-ОСВО становится обязательным для оценки мыслей инвесторов по поводу предложенных условий реструктуризации, но, к сожалению, не решает проблем низкой явки на ОСВО.

Двадцать девятого декабря 2021 года голосование завершилось. Инвесторы проявили слабый интерес: несмотря на все усилия рабочей группы, условная «явка» составила 26.7% от общего числа держателей, 19% были готовы поддержать реструктуризацию на предложенных условиях. Всего в опросе приняло участие 122 инвестора, владеющих 323 бумагами стоимостью 16 млн рублей из выпущенных в рамках первой серии 1200 штук номиналом 50 000 руб. и общей стоимостью 60 млн рублей. Антон Лыков сообщил, что эмитент не будет собирать ОСВО по причине нецелесообразности затрат на его проведение при такой невысокой активности инвесторов.

ПВО по обоим выпускам обратились в суд. Арбитражный суд в ходе последних судебных заседаний в марте 2022 года по искам к ООО «Дядя Дёнер» от ПВО ООО «Монотон» (выпуск БО-П01) и ООО «ЮЛКМ» (выпуск БО-П02) принял решение удовлетворить требования ПВО в полном объеме. Тридцать первого мая 2022 года ООО «ЮЛКМ» подало заявление в полицию с просьбой проверить действия контролирующих эмитента лиц на наличие состава преступления, предусмотренного ч. 5 ст. 159 УК РФ (Мошенничество). По мнению юристов ПВО, неисполнение эмитентом решения арбитражного суда может быть связано с тем, что лица, контролирующие компанию, могли совершать финансовые операции со связанными организациями,

в результате которых произошло ухудшение финансового состояния эмитента. Затягивание процесса реструктуризации выгодно в первую очередь недобросовестным эмитентам для уклонения от исполнения обязательств.

По моему мнению, неудачная попытка реструктуризации частично обусловлена самим ее планом — не участвовать в голосовании для инвесторов было равносильно голосу «против». Поскольку все крупнейшие брокеры уведомили держателей бумаг об опросе, можно утверждать, что вопрос информированности не мог стать основной причиной пассивного поведения инвесторов. Судя по всему, это очередной случай провальной реструктуризации «розничного» выпуска, который пойдет по пути банкротства, а не договоренностей с держателями.

И СНОВА «КИСТОЧКИ»

Одиннадцатого мая 2022 года ООО «Кисточки Финанс» сообщило о трудностях с предстоящим погашением выпуска облигаций БО-П01. Эмитент вовремя платил все купоны, несмотря на блокировку деятельности, связанную с пандемией, но не смог собрать средства в достаточном для погашения выпуска объеме. Семнадцатого июня 2022 года он допустил дефолт, погасив 10 млн рублей из 40, то есть 25% номинальной стоимости облигаций.

С 24 мая по 24 июня 2022 года на портале Boomin при участии НРД в информационном уведомлении прошло пре-ОСВО для выяснения мнения держателей облигаций по предложенному плану реструктуризации. В голосовании приняло участие 44.6% держателей выпуска, которые проголосовали так: «за» 43.9%, «против» 0.5%, «воздержались» 0.2%.

Результаты подтвердили, что большинство инвесторов, принявших участие в опросе (98.2%, или держатели 1750 бумаг), готовы согласиться с предложенными условиями реструктуризации. Однако для успешного проведения ОСВО нужно участие и согласие 75% держателей, то есть владельцев 3000 облигаций, в связи с чем эмитент, так же как и «Дядя Дёнер», счел, что объявлять ОСВО не имеет смысла, так как оно лишь затянет процесс принятия решения и истощит ресурсы эмитента для урегулирования долга. ПВО «ЮЛКМ» подало иск в отношении ООО «Кисточки Финанс». Представители эмитента выразили готовность выйти с озвученным ранее планом реструктуризации в суде в форме мирового соглашения. Первое судебное заседание назначено на 13 сентября 2022 года.

Обращение в суд ПВО — явление нечастое, прямой обязанности у ПВО нет, но есть масса причин этого не делать, главная из которых — оплата услуг, которая, как правило, прекращается с началом дефолтов. Но, как мы видим, уже в трех «розничных» кейсах — «Дяди Дёнера», «Кисточек» и «Обуви России» ПВО отнеслись к своим обязанностям добросовестно и обратились в суд. Вопрос: уполномочено ли ПВО заключать в суде мировое соглашение с эмитентом по вопросам реструктуризации? Не приведет ли это к принятию заведомо невыгодных для облигационеров условий? Этот вариант решения может как быть спасением от практически гарантированного провала ОСВО в розничном выпуске, так и открыть ящик Пандоры злоупотреблений. Скоро нам предстоит это выяснить в случае «Кисточек», так как в случае с «Дядей Дёнером», по словам представителя организатора выпуска, эмитент не выдвинул в суде мировое соглашение.

КТО ВИНОВАТ И ЧТО ДЕЛАТЬ?

Очевидно, что институт ОСВО показал свою неэффективность в выпусках, имеющих «распыленную» структуру держателей. Доведение информации о предстоящем ОСВО до многочисленного, разрозненного (территориально, по разным брокерам) частного инвестора затруднительно; клиентские подразделения брокеров, как правило, не подключаются к процессу автоматически, а самое главное — нет единой процедуры, предусматривающей максимизацию охвата при информировании, каждый участник проводит его собственным способом.

При проведении ОСВО в очном формате небольшие в абсолютном выражении инвестиции отдельно взятого инвестора в отдельный выпуск облигаций не мотивируют на участие в строго формализованной процедуре. При этом пока отсутствует удобный инструмент для голосования на ОСВО в электронном виде. Дороговизна существующих вариантов проведения голосования для заинтересованных сторон тоже имеет место. Перед тем как осуществить траты на организацию ОСВО, эмитент хочет быть уверен в кворуме собрания. Установленный порядок подготовки и согласования плана реструктуризации, учитывающего реальное финансовое состояние эмитента и интересы частных инвесторов, отсутствует.

Рыночные условия реструктуризации при прозрачной финансовой модели являются важным условием высокой активности инвесторов на ОСВО. Искусственное продление жизни несостоятельного эмитента, предлагающего невыгодную реструктуризацию, вряд ли вообще имеет смысл. Возможно, стоит говорить о некой стандартизации условий реструктуризации по предельным переносам сроков погашения и минимальным ставкам, и если экономическая модель эмитента даже в теории не позволяет их обеспечить, не теряя времени переходить к банкротству.

Департамент корпоративных отношений Банка России в ответ на обращение АВО по поводу проблем проведения ОСВО в розничных выпусках облигаций сообщил: «По мнению Департамента, установленный Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" порядок предоставляет возможность адресно и своевременно доводить до сведения владельцев облигаций информацию, связанную с проведением ОСВО. В отношении проблем, касающихся мотивации инвесторов на участие в ОСВО, сообщаем, что 25.05.2022 г. Государственной Думой Российской Федерации в первом чтении принят проект федерального закона № 1059849-7 "О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации". Законопроект устанавливает возможность для проведения ОСВО в дистанционном формате с использованием информационных технологий и позволяет сохранить все преимущества очного проведения ОСВО, сократив при этом временные и финансовые затраты на его проведение. При этом участники финансового рынка, оказывающие услуги по проведению ОСВО, в настоящее время не ограничены в возможности создания новых и модернизации уже существующих систем электронного голосования. Так, на официальном сайте НКО АО НРД в сети Интернет размещена информация об услугах НКО АО НРД по проведению ОСВО в том числе с использованием системы электронного голосования E-voting. В связи с изложенным полагаем целесообразным вернуться к обсуждению вопросов, связанных с проведением ОСВО, после вступления в силу предусмотренных Законопроектом изменений и анализа практики их применения. В отношении введения ответственности за отказ от проведения ОСВО сообщаем, что данный вопрос рассматривается в рамках участия Банка России в работе над проектом новой редакции Кодекса Российской Федерации об административных правонарушениях».

Создайте ваш индекс вместе с Cbonds

- Для измерения эффективности управления портфелем
- При использовании индексной стратегии управления
- Создание собственного бенчмарка

- Использование гибких методов построения индекса
- Ограничение долей эмитентов в портфеле
- Обновление структуры индекса при перебалансировке портфеля
- Возможность создания ценовых и объемных индексов
- Разработка пользовательской методологии

У вас есть список эмиссий, критерии или идеи для построения индекса — свяжитесь с нами

+ 7 (812) 336-97-21 доб. 146

database@cbonds.info

Cbonds World Corporate Green Bonds USD Index



Cbonds World Sovereign Green Bonds USD YTM Index



Cbonds Latin America Corporate USD YTM Index



Индексы:

- полной доходности
- индекс дюрации
- ценовой индекс
- G-спред
- эффективной доходности

- Cbonds Country Corporate — Eurobonds and Bonds in USD
- погашение > 360 дней
- объем > $500 млн
- не ниже B3/B- по крайней мере от двух ведущих рейтинговых агентств

Cbonds

Реклама