# Дефолт с человеческим лицом

**Алексей МЕЛЕХОВ,**
исполнительный директор,
ООО «Юнисервис Капитал»



Многопрофильная инвестиционно-финансовая компания «Юнисервис Капитал» выступает организатором долговых программ. При большом количестве эмитентов дефолты некоторых из них неизбежны. Как дефолт выглядит глазами организатора и что тот может предпринять, чтобы сгладить углы, рассказали представители компании.

В 2019 году мы помогли ООО «Кисточки Финанс» разместить дебютный выпуск облигаций на 40 млн рублей. Компания занимается не очень привычной для облигационного рынка деятельностью — развивает студии красоты. Все это время эмитент исправно платил купоны, и все было в пределах обычного рыночного функционирования. Был, разумеется, кризис 2020 года, когда оферта по выпуску облигаций пришлась на разгар пандемии, но тогда удалось преодолеть этот период, проведя переговоры с инвесторами.

Но в начале мая 2022 года, примерно за месяц до погашения, ООО «Кисточки Финанс» сообщило о сложностях с финансами и невозможности погасить выпуск. Нам в кратчайшие сроки пришлось реагировать на ситуацию, вникать в дела эмитента и предлагать варианты решения.

Как выяснилось, последствия ограничений в пандемию имели долгосрочный характер. По бизнес-модели эмитент выдавал займы своим партнерам на развитие сети под те же 15%, что и был привлечен заем на бирже. Большая часть средств, привлеченных в рамках облигационного выпуска, была выделена операционным компаниям, управляющим несколькими студиями KISTOCHKI, в виде двух займов, которые должны были быть возвращены в июне 2022 года, перед погашением выпуска. Выделенные деньги были направлены на открытие новых и модернизацию существующих студий маникюра, а также их продвижение. Но пандемия и введение ограничений в работу салонов красоты обнулили эффект от инвестиций: часть студий пришлось закрыть полностью, часть хоть и смогла открыться после локдауна, но долгое время из-за ограничений работала с загрузкой не более 30%.

Партнеры, получавшие займы от эмитента, смогли сгенерировать и вернуть ООО «Кисточки Финанс» только 25% от тела долга, то есть 10 млн рублей.

С таким анамнезом мы и подключились к проекту. Ситуация не самая простая, но мы посчитали, что с этим можно поработать, в случае если эмитент:

а) готов к открытому диалогу с инвесторами;

б) намерен частично погасить в плановую дату номинальную стоимость и полностью — купонный доход за последний период;

в) предложит адекватный план реструктуризации.

По всем трем пунктам в ходе переговоров с участием представителя владельцев облигаций эмитент подтвердил свою готовность двигаться. Тут всё и закрутилось.

Совместно с эмитентом ПВО мы решили привлекать различные ресурсы, чтобы выйти на связь с наибольшим количеством инвесторов.

Девятнадцатого мая был проведен прямой эфир на площадке Boomin. От эмитента выступила директор по развитию Татьяна Лелюх. Она очень подробно и открыто рассказала, почему сложилась такая ситуация и что предлагает эмитент:

1. Частичное погашение выпуска (25% от номинальной стоимости бумаг), а также купонный доход за 36-й купонный период (в полном объеме) в плановую дату погашения выпуска 02.06.2022.

2. Увеличение срока обращения на 3 года (с существующих 36 до 72 купонных периодов).

3. Выплата процентов — каждые 30 дней.

4. Ставка — 15% годовых на весь новый срок займа.

5. Частичная амортизация ежегодно равными долями (10 млн рублей).

6. Компенсация по той же ставке 15% за период, когда обслуживать долг не получится чисто технически, то есть пока не будет утвержден план реструктуризации.

На тот момент и у эмитента, и у нас, как его консультанта по данному вопросу, было четкое намерение попробовать утвердить новые условия займа в рамках общего собрания владельцев облигаций (ОСВО). Никаких иллюзий мы, конечно, не питали, так как уже были попытки проведения ОСВО, и мы понимали, насколько тяжело будет собрать кворум, то есть получить согласие от владельцев 75% бумаг выпуска. Но считали важным попробовать.

Объясню кратко, в чем сложность. В сегменте «мусорных облигаций» инвесторы — это частные лица, которые берут небольшое количество бумаг, пытаясь максимально диверсифицировать свои вложения. И существенная доля таких инвесторов не следит в дальнейшем за новостями эмитентов, которые у них в портфеле. Даже просто сообщить им о намечающемся дефолте, озвучить план реструктуризации — уже проблема. И выписка держателей облигаций, которую смог получить эмитент, никак не помогала в этом, так как она содержала контакты (имейлы и номера телефонов) держателей 25% облигаций выпуска. Всего же в ней было около 600 записей (и это на очень небольшой выпуск облигаций — 40 млн рублей).

При таких вводных просто запускать процедуру ОСВО — бессмысленно. И мы рекомендовали провести сначала предварительный опрос, с помощью которого планировали убить двух зайцев: узнать мнение инвесторов и помочь эмитенту актуализировать их контакты, чтобы в момент проведения уже официального собрания направить им все инструкции и бюллетени.

Мы привлекали портал Boomin, НРД, брокеров. Обращались за содействием ко всем. И тут надо выразить большую благодарность всему инвестиционному сообществу: наши публикации, анонсы помогали распространять многие ресурсы, в том числе каналы других организаторов долговых программ.

В итоге удалось выйти на связь с 44.6% держателей бумаг. Абсолютное большинство проголосовало за предложенные эмитентом условия (включая единственного крупного владельца облигаций, которому принадлежит 15% выпуска и с которым переговоры проводились лично).

Тут мы видим две главные проблемы — низкую активность инвесторов и отсутствие у эмитента возможности с ними связаться.

Эмитент может предлагать отличные условия, но какой в них толк, если инвесторы об этом никогда не узнают. Или узнают, но не захотят тратить время на какое-то голосование, так как владеют незначительным количеством бумаг.

Что касается связи, то выписка, которую представляет депозитарий, содержит по большей части только почтовые адреса. Это не e-mail, который и так может быть не всегда актуальным, а именно физический почтовый адрес с индексом и прочим. С помощью такого инструмента намного сложнее что-то сообщить инвестору (достаточно вспомнить, как часто вы проверяете почтовый ящик в подъезде и знаете ли, где он вообще находится).

Способ информирования через НРД (рассылка по депонентам, которая предписывает брокерам уведомить своих клиентов из числа держателей облигаций конкретного выпуска) почему-то не работает от слова совсем. Ее мы тоже опробовали. Вероятнее всего, брокеры публикуют такие сообщения где-то в глубине новостной ленты на своем сайте или в приложении, но мало кто эту ленту просматривает.

Больше всего эффекта дали профильные сайты, чаты, телеграм-каналы, форумы. Но далеко не все инвесторы этими ресурсами пользуются.

Поэтому сейчас остается только план «Б» — попытаться утвердить план реструктуризации в рамках мирового соглашения в суде первой инстанции.

Здесь уже на первый план выходит представитель владельцев облигаций. В нашем кейсе это компания «ЮЛКМ». Они уже имеют опыт суда с компанией, допустившей дефолт (выпуск «Дядя Дёнер» БО-П02, суд первой инстанции принял решение в пользу инвесторов).

Юристы «ЮЛКМ» четко понимают, что в настоящий момент это единственный способ оперативно урегулировать ситуацию в пользу инвесторов и не уходить в процедуру банкротства.

На момент подготовки этого материала (август 2022 года) представитель владельцев облигаций уже подал исковое заявление и продолжает вести переговоры с эмитентом. Есть надежда, что коллеги выйдут на подписание мирового соглашения, а суд утвердит его. Однако для всех участников процесса это достаточно уникальная история, и гарантировать положительный исход вряд ли кто возьмется. Первое слушание назначено на 13 сентября 2022 года. Мы же продолжаем следить за ситуацией и оказывать содействие в информировании инвесторов и переговорах с эмитентом.

Какой вывод можно сделать из этого кейса? Наверное, пока только один: даже при наличии у эмитента намерения рассчитаться в рамках адекватного графика и при поддержке этого предложения большинством заинтересованных инвесторов очень непросто реализовать это технически. Существующие процедуры не адаптированы к выпускам облигаций, где инвесторами являются сотни инвесторов с небольшим количеством облигаций каждый.

**Таблица 1**

Итоги предварительного опроса владельцев облигаций на портале boomin.ru

Источник: портал boomin.ru

| | |
|---|---|
| **Активность инвесторов при голосовании** | |
| Проголосовало | 44.6% |
| Не участвовало в голосовании | 55.4% |
| **Результаты голосования (в процентах от количества проголосовавших)** | |
| За | 98.2% |
| Против | 1% |
| Воздерживаюсь | 0.7% |
| **Результаты голосования (в процентах от всего выпуска)** | |
| За | 43.9% |
| Против | 0.5% |
| Воздерживаюсь | 0.2% |