Дмитрий ТИТАРЕНКО,
руководитель группы
по российским долговым
рынкам, Cbonds.ru

Наталия МАРКОВА,
специалист
по российским
долговым рынкам,
Cbonds.ru

Спасение утопающих

В текущих условиях нестабильности экономики даже качественные заемщики подвержены риску дефолтов. Для безболезненного выхода из дефолтной ситуации важно не столько как можно раньше исполнить обязательства, сколько своевременно начать переговоры с кредиторами о возможной реструктуризации. К этому выводу пришли участники II круглого стола Cbonds, посвященного дефолтам и реструктуризациям на российском рынке облигаций.

17 марта 2016 г. более 80 представителей заемщиков, инвесторов, инвестиционных банков, юридических и консалтинговых компаний встретились для обсуждения далеко не самой приятной, но особенно актуальной сейчас темы «Дефолты и реструктуризации на рынке корпоративных облигаций». Обсуждение коснулось вопросов текущего состояния рынка, технологии реструктуризации, новаций и инструментов, которые применяют проблемные заемщики, а также прогнозов на 2016 г. На примере последних успешных сделок эксперты рассказали, как компании грамотно подойти к реструктуризации и не допустить ошибок в процессе.

ВОЗВРАЩЕНИЕ К ДЕФОЛТАМ

В минувшем году рынок российского публичного долга сотрясли дефолты крупных компаний. К отказам от исполнения обязательств инвесторам не привыкать: в кризисный 2009 г. количество дефолтных событий превысило три сотни, а общий объем просроченных и невыплаченных долгов достиг 124 млрд руб. Поэтому волна дефолтов в 2015 г. оказалась для рынка хоть и проблематичной, но ожидаемой. Стоит отметить, что после прошлого кризиса на рынке корпоративных облигаций практически не осталось откровенно слабых компаний: некоторые из них в свое время не выдержали суровых рыночных условий и пополнили статистику банкротств, остальные же не смогли соответствовать высоким требованиям перестраховывающихся инвесторов.

К моменту очередных экономических потрясений на рынке остались в основном зарекомендовавшие себя заемщики. Тем не менее, избежать дефолтов им не удалось. За прошедший год статистику проблемных эмитентов пополнили такие компании, как «Трансаэро», «СУ-155», «Мечел», «ЮТэйр» и «Балтийский берег», а всего в 2015 г. было допущено 90 дефолтов 25 эмитентов на общую сумму свыше 43.5 млрд руб. На текущий момент с начала 2016 г. на рынке корпоративного долга уже 13 эмитентов не выплатили обязательства общим объемом около 10 млрд руб.

В связи с массовым отзывом лицензий кредитных организаций в 2015 г. риску

дефолтов особенно был подвержен банковский сектор. За прошедший год дефолты допустили уже лишенные лицензий Внешпромбанк, НОТА-Банк, Пробизнесбанк, Связной Банк, банк «Балтика» и Интраст-Банк. Всего с рынка ушла почти сотня кредитных организаций, под санацию попали 15. При этом держатели облигаций при банкротстве банков попадают только в третью очередь кредиторов. Ситуация близка к банковскому кризису, поэтому Минфин настаивает на использовании и совершенствовании процедур финансового оздоровления кредитных организаций.

Назревающую проблему взялся решить ЦБ, заявивший о разработке новых механизмов и инструментов урегулирования дефолтных ситуаций. Среди прочего упоминается так называемый bail-in — механизм, в рамках которого кредиторы становятся акционерами компании. Из запланированных нововведений, способных упростить реструктуризацию публичного долга компании, выделяют также обязательное с 1 июля 2016 г. для определенного вида публичных заимствований наличие в структуре сделки представителя владельцев облигаций (ПВО). По мнению Дмитрия Румянцева из LECAP, ПВО в процессе реструктуризации выполняет функцию институализации диалога между инвесторами и эмитентом, что в конечном итоге обеспечивает баланс интересов двух сторон.

Несмотря на несовершенство общих правовых механизмов, практика показала, что дефолтные заемщики способны пройти через реструктуризацию своих обязательств и найти взаимопонимание со всем пулом инвесторов, особенно если они достойны спасения.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ НА ПРАКТИКЕ

«Реструктуризация — это фактически инвестиционный проект», — отмечает Наталья Дорошенкова, директор KPMG в России, говоря о сложности и многоступенчатости процесса. По ее словам, общая продолжительность проекта по реструктуризации обычно составляет от трех до шести месяцев, но в сложных случаях может длиться год и даже несколько лет. За это время строится прогнозная модель, составляется отчет о состоянии бизнеса для кредиторов, на основе результатов анализа кредиторам предлагаются условия реструктуризации. Далее проводятся переговоры с кредиторами, им предоставляется дополнительная информация, необходимая для принятия решения, формулируются окончательные условия реструктуризации, и на их основе готовится юридическая документация. В процессе реструктуризации заемщику приходится вести многосторонний диалог с разными кредиторами, у каждого из которых могут быть свои интересы, свои процедуры и сроки принятия решения.

Именно поэтому каждый проект реструктуризации уникален, но не каждый успешен. Примерами успешных реструктуризаций в 2015 г. стали соглашения с кредиторами авиакомпании «ЮТэйр» и горно-металлургического холдинга «Мечел».

В 2014 г. с началом кризиса в авиаотрасли в сложном финансовом положении оказались «Трансаэро» и «ЮТэйр» (вторая и четвертая компании по объемам перевозок пассажиров в России соответственно). И если компания «Трансаэро», практически сразу получив $9.5 млн госгарантий, взялась наращивать объемы перевозок, в «ЮТэйре», наоборот, в середине лета заявили о запуске программы снижения издержек, которая предусматривала сокращение управленческого персонала, оптимизацию маршрутной сети, уменьшение времени обслуживания пассажиров. Работу по оптимизации кредитного портфеля и переговоры с кредиторами

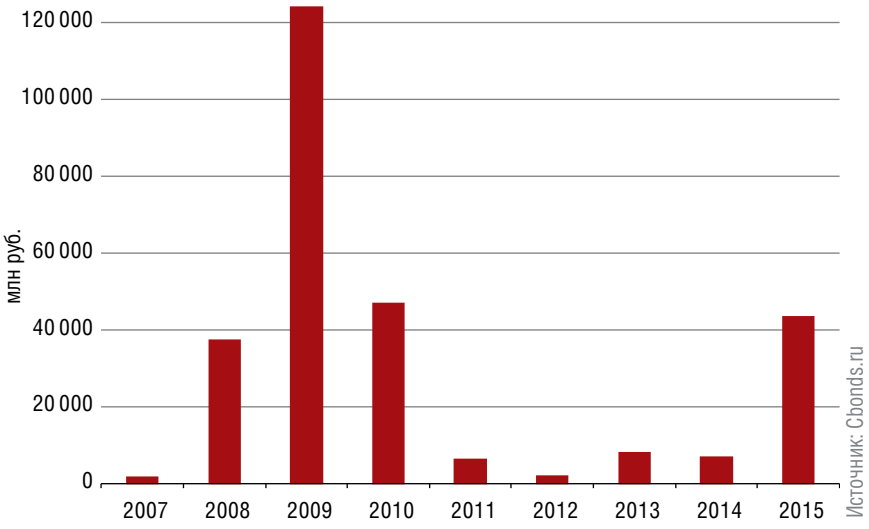


Рисунок 1
Объем неисполненных обязательств по корпоративным облигациям России в 2007–2015 гг.

Таблица 1
Эмитенты, допустившие дефолты в 2015 г.

№	Эмитент	Объем неисполненных обязательств, млн руб.	Доля
1	«ЮТэйр–Финанс»	9 053	19.46%
2	«Трансаэро»	5 680	12.21%
3	«Промнефтесервис»	5 262	11.31%
4	«Трансгазсервис»	5 262	11.31%
5	«Мечел»	5 175	11.12%
6	СУ–155 Капитал»	3 634	7.81%
7	НОТА–Банк	3 486	7.49%
8	Пробизнесбанк	3 203	6.88%
9	Внешпромбанк	2 122	4.56%
	Остальные		**7.84%**

Источник: Cbonds.ru

	Параметры облигаций						
	Эмитент	Серия	Объем, млн руб.	Ставка купона	Амортизация	Дата погашения	Дата первого дефолта (вид обязательства)
До реструктуризации	«ЮТэйр-Финанс»	05	1 500	9.50%*	Нет	21.07.2016	22.01.2015 (купон)
		БО-06 – БО-07	3 000	12%*	Нет	22.04.2015	22.04.2015 (купон, погашение)
		БО-08	1 500	12%*	Нет	26.05.2015	25.11.2014 (купон)
		БО-09 – БО10	3 000	13%*	Нет	13.11.2015	20.11.2014 (оферта)
		БО-11 – БО-13	4 500	12%*	Нет	17.06.2016	19.12.2014 (купон)
	Общий объем		**13 500**				
После реструктуризации (30.11.2015)	«Финанс-Авиа»	01	4 122	1–3 купоны: 8.25% 4–7 купоны: 9% 8–13 купоны: 10%	31.01.2020 — 31.07.2021 — 7.5% 31.01.2022 — 20% 31.07.2022 — 50%	31.07.2022	–
		02	9 179	1–24 купоны: 0.01%	31.01.2023 — 31.01.2027 — 7.5% 31.07.2027 — 32.5%	31.07.2027	–
	Общий объем		**13 301**				

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Условия реструктуризации авиакомпании «ЮТэйр»

*Ставка купона на дату реструктуризации

перевозчик начал еще в ноябре 2014 г. План реструктуризации обсуждался вплоть до лета 2015 г., в течение этого периода против компании «ЮТэйр» и ее дочек было подано несколько исков в арбитражные суды. Тем не менее, к концу года комплексная реструктуризация долговых инструментов объемом более 80 млрд руб. без учета лизинга была завершена. По данным Райффайзенбанка, который выступал в роли агента по реструктуризации, в рамках проекта 60% задолженности авиакомпании конвертировано в 12-летние инструменты, 40% — в семилетние. Более 250 кредитных договоров рефинансировано двумя синдицированными кредитами (на 18.9 и 23.7 млрд руб. соответственно), десять выпусков облигаций (более 500 держателей) новировано в два выпуска новых облигаций.

Также в конце года завершилась реструктуризация двух выпусков облигаций «Мечела», которую провел для компании «ВТБ Капитал». Облигации серий 13 и 14 общей номинальной стоимостью 10 млрд руб. были размещены в 2010 г., первая оферта по выпускам была предусмотрена в сентябре 2015 г. О планах холдинга изменить условия обращения бондов и перенести выкуп облигаций на более поздний срок стало известно в июле 2015 г. Финансовые проблемы «Мечела» — уже давно не новость для долгового рынка. О нестабильной ситуации в компании и высокой долговой нагрузке стало известно еще два года назад, поэтому рыночные инвесторы с тех пор периодически распродавали бонды компании. К моменту согласования условий реструктуризации необходимо было договориться с более чем ста держателями выпусков, около 75% которых составляли банки и инвестиционные компании. Наиболее сложным звеном стал сегмент физических лиц, сосредоточивших примерно 14% от объема облигационных займов. Получив согласие 82% держателей облигаций серии 13 и 79% — серии 14, «Мечел» продлил срок обращения облигаций на четыре года с амортизацией номинала в течение данного периода, а также обеспечил возможность досрочного выкупа 1/5 от общего количества бумаг в течение одного года с даты реструктуризации.

Несмотря на успешную реализацию сделок, реструктуризации «Мечела» и «ЮТэйра» стали все-таки постдефолтными. Чтобы не допустить существенного ухудшения кредитной истории и иметь возможность сохранить рынок собственных облигаций, все эксперты советуют начинать процедуру реструктуризации заблаговременно. В связи с удорожанием финансирования в течение последних нескольких лет количество компаний, испытывающих трудности с погашением обязательств, может возрасти. Тем не менее, это один из этапов прохождения кризиса, который при возможности реализации соответствующих процедур (реструктуризации, санации, банкротства) не так сложно преодолеть. Как показывает практика, главное — суметь договориться и быть более открытыми к диалогу.

Таблица 3
Условия реструктуризации «Мечела»

	Параметры облигаций							
	Эмитент	Серия	Объем, млн руб.	Ставка купона	Амортизация	Дата погашения	Условия выкупа	Дата первого дефолта (вид обязательства)
До реструктуризации	«Мечел»	13–14	10 000	15%*	Нет	25.08.2020	03.09.2015 (put)	03.09.2015 (оферта)
После реструктуризации (20.10.2015)	«Мечел»	13–14	10 000	12–13 купоны: (15%+(КС**+4%)) / 2 14–15 купоны: (14%+(КС+4%)) / 2 16–17 купоны: (13%+(КС+4%)) / 2 18–19 купоны: (12%+(КС+4%)) / 2	28.02.2017, 29.08.2017, 27.02.2018 — по 10%; 28.08.2018, 26.02.2019 — 15%; 27.08.2019, 25.02.2020 — 20%	25.02.2020	28.09.2015 — 10%; 01.03.2016 — 5%; 30.08.2016 — 5%	–

Источник: Cbonds.ru

*Ставка купона на дату реструктуризации
**КС – ключевая ставка ЦБ РФ

SIBC XXI

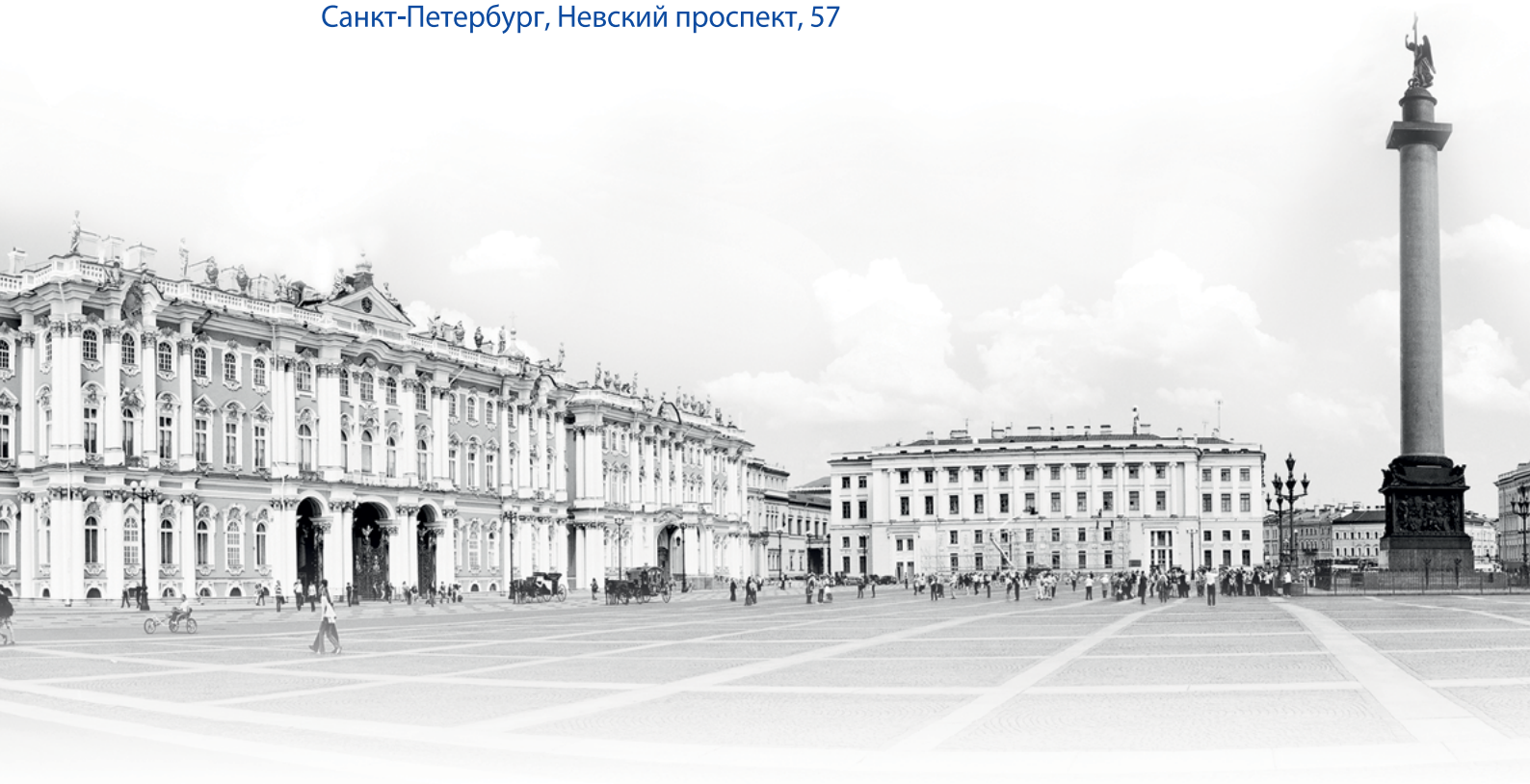
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКАЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ БАНКОВСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ

13-16 июля 2016 г.

Отель «Коринтия»

Санкт-Петербург, Невский проспект, 57

+7 (495) 745-79-20
spbconf@psbank.ru
www.spbconf.ru



Реклама. 12+

Организаторы:

АРБ Ассоциация Российских Банков

Промсвязьбанк