Дмитрий АДАМИДОВ
частный инвестор

Из истории российских дефолтов: заметки инвестора

В 2013–2014 годах я оказался «счастливым» обладателем нескольких выпусков облигаций, впоследствии прошедших через дефолты и реструктуризации. Время показало, что это было только начало. 1 июля 2014 года были приняты поправки в закон «О рынке ценных бумаг» (39-ФЗ), которые существенно ухудшили права мелких облигационеров и сократили возможности добиваться досрочного погашения бумаг в случае ухудшения условий выпуска. Эмитенту, в частности, стало не нужно договариваться со всеми облигационерами, теперь достаточно было набрать 75% голосов держателей. Также в законодательстве появились такие понятия, как общее собрание владельцев облигаций (ОСВО) и представитель владельцев облигаций (ПВО), существенно сократились сроки регистрации изменений, принимаемых в ходе реструктуризации. Все эти новации открыли новую страницу в истории российского рынка корпоративных облигаций. Проявились эти изменения не сразу, а примерно со второй половины 2015 года, когда кризис вынудил многих эмитентов прибегнуть к реструктуризации.

В период с 2015 года по середину 2018 года только по рублевым облигациям допускали дефолт 58 эмитентов (в том числе такие компании, как СУ-155, «Трансаэро», «РЖД — развитие вокзалов», ДВМП, ЛК «Уралсиб» и другие), а реструктуризаций облигационных выпусков было проведено более 100.

Я бы хотел особо сфокусировать внимание на четырех историях, в значительной мере повлиявших на нынешнюю привлекательность инвестиций в российские корпоративные облигации.

Первой ласточкой был «Мечел», проведший в сентябре 2015 года реструктуризацию 13-го и 14-го выпусков, причем созыв ОСВО был объявлен в день исполнения оферты и вместо выкупа бумаг облигационерам было предложено проголосовать на ОСВО за отказ от оферты и новый, более длительный график погашения. При этом ходили слухи, что решение о реструктуризации было принято компанией под давлением одного из крупных банков-кредиторов едва ли не на флажке. Что и создало правовую коллизию: держатели уже подали заявления на оферту, но заявки исполнены не были, а вместо этого вышло объявление о проведении ОСВО. Никто не знал, насколько эти действия законны (правоприменительной

Период	Всего за период	2015	2016	2017	01.01-19.06.2018
Общее количество дефолтов*	**496**	**180**	**154**	**108**	**54**
Технические дефолты (эмитент исполнил свои обязательства с опозданием или реструктурировал их)	44	2	10	20	12
Реальные дефолты	452	178	144	88	42
По типу неисполненных обязательств					
Невыплата купона	294	66	104	85	39
Невыплата основной суммы	40	12	18	9	1
Непрохождение оферты	162	102	32	14	14

Источник: Rusbonds

* Не включает банки «Московского кольца» и «Открытие Холдинг», так как по ним фактически не было зафиксировано дефолтов.

Таблица 1
Дефолты корпоративных заемщиков на российском рынке облигаций в период с 01.01.2015 по 19.06.2018

практики на тот момент не было), но ЦБ РФ и суды встали на сторону эмитента.

Как показали дальнейшие события, условия реструктуризации «Мечела» для держателей облигаций были еще вполне гуманными.

Следующий важной вехой стала реструктуризация семи выпусков «Ютейр-финанс», полностью завершившаяся в декабре 2015 года, где владельцы облигаций впервые вместо 100% номинала получили 15% отступного. Иными словами, должник просто не вернул 85%.

Затем наступила «эра “Пересвета”». С января 2017 года у банка начались проблемы, которые в итоге вылились в реструктуризацию шести выпусков облигаций. Срок выплаты основного долга по ней был перенесен на 10–17 лет, до 2034–2035 годов, а процентная ставка на весь период (!) была предложена в размере 0.51% с выплатой в конце срока, или 0.003% годовых. В этом году «Пересвет» кроме всего прочего выкупил по пяти выпускам по оферте свои, уже реструктурированные облигации по 23.36% от номинала.

А в августе 2017 года началась бурная история банков «Московского кольца», которая обеспечила нас насыщенными событиями начиная от первой реструктуризации облигаций «Открытие Холдинг» до последних по времени дефолтов «ПСН-Проперти менеджмент» и группы О1. Учитывая, что банк «Открытие» в настоящее время активно судится со своим бывшим акционером «Открытие Холдинг», вероятнее всего история еще не закончена. С точки зрения предлагаемых держателям условий, реструктуризации облигаций «Открытия» можно считать более гуманными, нежели у «Ютейр» и банка «Пересвет». Но в данном случае коллизия заключалась в том, что у банков «Московского кольца» имеется значительное число встречных облигаций друг друга и своих бывших акционеров. Теперь же санируемые ЦБ банки пытаются разорвать эти «кольца», но делается это в значительной степени путем отказа от обязательств перед бывшими акционерами, что, в свою очередь, ставит под угрозу выплаты по их облигациям.

Примечательно, что ни один из упомянутых эмитентов первоначально не относился к разряду «мусорных». Почти все они (кроме «Ютейр-финанс») в разное время входили в Ломбардный список ЦБ РФ. Облигации этих эмитентов приобретались страховыми компаниями и пенсионными фондами. Одним словом, это были, по российским меркам, вполне надежные инструменты. Не какой-нибудь «МирСтройТех» или «Вторресурсы». Но в ряде случаев результат получился для инвесторов едва ли не таким же плачевным.

Разумеется, никто не отменял обязанности инвестора адекватно оценивать риски, но, как показывает практика, это иногда не так уж легко сделать. До поры до времени у внешнего инвестора нет совершенно никакой возможности понять, что у эмитента дела идут не по сценарию. А когда неблагоприятная ситуация выходит в публичное пространство, то миноритарные облигационеры по новому законодательству часто просто не имеют действенных рычагов, чтобы противостоять попыткам ухудшить условия облигационных займов. Особенно если:

- более 75% выпуска держат те же самые банки, которые кредитуют эмитента. В этом случае, как показывает опыт, банки руководствуются принципом «пусть все кредиторы страдают одинаково», и поскольку они имеют необходимое количество голосов, на ОСВО проходит жесткий вариант реструктуризации;
- вмешиваются регулирующие органы. Особенно «страшен» в этом отношении ЦБ, который недавно заявил, что в будущем к санации кредитных организаций будет прибегать только в крайних случаях. Соответственно, при отзыве лицензии у эмитента, у держателей не-

Таблица 2
Распределение дефолтов по отраслям, 01.01.2015-19.06.2018

Отрасль	Количество дефолтов	Количество эмитентов	Количество выпусков
Банки	53	15	31
Финансы	120	23	37
Транспорт	156	4	15
Строительство/девелопмент	38	5	8
Пищевая промышленность	27	2	2
Торговля	15	5	6
Энергетика	12	3	3
Сельское хозяйство	9	3	3
Металлургия	6	2	3
Телекомы	3	1	1
Другие отрасли	57	12	23
ИТОГО	**496**	**75**	**132**

Источник: Rusbonds

ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ И РЕЙТИНГИ — ШТУКА ХОРОШАЯ, НО СУЩЕСТВЕННО БОЛЕЕ ВАЖНО ТО, КАК СЕБЯ ВЕДЕТ ЭМИТЕНТ

обеспеченных облигаций шанс вернуть свои инвестиции крайне невысок.

- предприятие попадает под международные санкции. В случае с «Русалом» облигационеры отделались легким испугом, но это следует признать счастливым стечением обстоятельств. Если торговые войны и взаимные санкции будут нарастать и далее, то под давлением могут оказаться ценные бумаги едва ли не всех российских экспортеров.

Почему это важно? В последний год на российском рынке набирают обороты размещения облигаций. На рынок выходят новые эмитенты, притом самые разные: от очевидных «сибирских гостинцев» (ныне это превратилось в имя нарицательное) до вполне добросовестных, но нуждающихся в заемном капитале. Как показывает опыт, вслед за волной размещений через 2–3 года обязательно следует волна дефолтов и реструктуризаций. И держателю необеспеченных облигаций, которые в настоящее время составляют абсолютное большинство на российском рынке, нужно проявлять повышенную бдительность.

Приведу несколько основных условий, на которые я как частный инвестор обращаю внимание, принимая решение о покупке высокодоходных облигаций.

Первое — это желание эмитента платить. Финансовое положение и рейтинги — штука хорошая, но существенно более важно то, как себя ведет эмитент. В свое время я гораздо меньше переживал, покупая «Мечел», имеющий отрицательный капитал и огромные долги, именно потому, что компания всеми силами стремилась избежать дефолта по облигациям и платила до последнего, в отличие от других эмитентов, которые имели более устойчивое финансовое положение, но при этом жили по известному принципу: «Всем, кому я должен, я прощаю».

Второе — это то, как ведет себя эмитент после первого дефолта или же первой реструктуризации. Надо понимать, что дефолт — стресс не только для инвестора, но и для эмитента, ибо вскрывает накопленные управленческие ошибки. Очень важно, как реагирует на это событие менеджмент: либо он пытается ошибки исправить и спасти бизнес, либо пускает дело на самотек. А то и вовсе усугубляет: выводит активы и исчезает с остатками денег за границей.

Прочие факторы, относящиеся как к бизнесу эмитента в целом (отраслевая специфика, внешняя конъюнктура, корпоративные конфликты и, не дай бог, рейдерские атаки), так и к конкретному облигационному выпуску, по которому происходят дефолт и реструктуризация, тоже, безусловно, важны, но тут универсальные закономерности выявить невозможно. Перефразируя известную цитату графа Толстого, каждый, попавший в дефолт, несчастлив по-своему.

Но надо помнить, что далеко не всегда дефолт (или реструктуризация) является синонимом конца света, конкурсного производства и потери 90–95% вложений. Иногда на дефолте в конце концов удается даже прилично заработать, если сделать правильный расчет и вовремя открыть позицию. Чего и хочется пожелать всем без исключения инвесторам: зарабатывайте даже на дефолтах!