Виктор ЮЗЕФОВИЧ,
управляющий партнер,
«Юзефович и партнеры»

Десять лет спустя, или Успел ли российский рынок облигаций подготовиться к новому кризису

2020 год обещает быть тяжелым как для эмитентов облигаций, так и для инвесторов — держателей облигаций. Платить эмитентам в большинстве случаев будет нечем. Судя по всему, российский долговой рынок ждет ситуация, очень похожая на то, что уже происходило в 2009–2010 годах, а возможно, и хуже. Массовые, практически ежедневные дефолты по выплате купонных доходов и выкупу облигаций — это то, к чему участникам рынка надо готовиться уже сейчас.

Впрочем, за прошедшие с момента последнего глобального кризиса 10 лет были предприняты некоторые шаги, которые помогут инвесторам быть более организованными в защите своих прав. В частности, с пользой был усвоен один из важнейших уроков — о необходимости законодательного закрепления (1) механизма выработки консолидированной позиции инвесторов и ее надлежащего юридического оформления и (2) механизма, позволяющего наладить юридически легитимный постоянный диалог между инвесторами и эмитентом, в том числе в кризисной ситуации.

РАЗБРОД И ШАТАНИЯ

Когда начале 2009 года началась волна дефолтов, каждый из инвесторов остался наедине с собой и своей проблемой. Мало кто понимал, что делать, к кому и как обращаться с требованием о выплатах после дефолта, какие правовые механизмы задействовать. Если институциональные инвесторы, владевшие крупными пакетами облигаций одного выпуска, в силу своей организованности (а зачастую формального и неформального влияния) еще могли как-то взаимодействовать с топ-менеджментом эмитента напрямую, требуя получения ответов на конкретные вопросы, то у держателей небольших пакетов такой возможности не было. Они находились в полном информационном вакууме, в том числе относительно того, каковы планы владельцев тех же дефолтных облигаций.

Лишь к лету 2009 года начала проявляться некоторая организованность. Инвесторы в буквальном смысле искали друг дру-

га, пытались собираться и вырабатывать консолидированную позицию относительно действий по защите своих прав. Иногда такие встречи заканчивались удачно и получалось выйти на прямой диалог с эмитентом, иногда получалось не очень, и каждый в итоге действовал самостоятельно — кто-то обращался в суд, а кто-то продолжал ждать от эмитента предложения о реструктуризации (не всегда успешно).

Причина такой разрозненности, которая зачастую играла на руку эмитенту, заключалась, безусловно, в отсутствии юридически (и даже скорее законодательно) оформленного центра принятия решения инвесторами и дальнейшей реализации этого решения.

Были инвесторы (особенно из тех, кто действовал в интересах клиентов, а не самостоятельно), которые не понимали, например, кто будет сопровождать судебный спор с эмитентом, как будут распределяться судебные издержки между владельцами облигаций, через кого будут проходить эти средства и каким образом будет контролироваться этот процесс. Смысл подобных вопросов в итоге сводился к следующему: кто будет отвечать за конечный результат, за потраченные деньги и время перед их клиентами? И нельзя сказать, что вопрос этот был заурядным или несправедливым.

ПОЛЕЗНЫЕ МЕРЫ

Только в 2013 году, когда кризис 2008 года миновал, в российском законе о рынке ценных бумаг появилась глава 6.1 под названием «Представитель владельцев облигаций. Общее собрание владельцев облигаций». Реакция государства была запоздалой, однако, безусловно, полезной уже для текущей ситуации.

Если обратиться к содержанию этой главы, можно заметить, что появилось именно то, чего так не хватало в кризис 2008 года, — нормативно оформленный центр выработки консолидированной позиции владельцев облигаций и принятия необходимого решения. Имеется в виду общее собрание владельцев облигаций. Кроме того, было определено, кто на законных основаниях может общаться с эмитентом от имени всех инвесторов и обращаться от них же в суд с требованиями к эмитенту. Имеется в виду представитель владельцев облигаций.

Иными словами, решение о реструктуризации или об обращении в суд теперь принять гораздо проще, чем 10 лет назад. К тому же законом закреплена достаточно эффективная система сдержек и противовесов при принятии таких решений.

К числу наиболее важных следует отнести:

- невозможность голосования на общем собрании владельцев облигаций бумагами, принадлежащими эмитенту и аффилированным с ним лицам;
- право владельца облигаций на судебное обжалование принятого общим собранием владельцем облигаций решения;
- право владельца облигаций в индивидуальном порядке обращаться с требованиями в суд, если представитель владельцев облигаций не обратился в суд с соответствующим требованием в течение месяца или общим собранием владельцев облигаций не принято решение об отказе от права обращаться в суд с таким требованием.

То есть законодатель существенно оградил инвесторов от вмешательства со стороны эмитента-инвестора, а также оставил некоторую (разумную) степень автономии владельцам облигаций, которые не согласны с курсом большинства или же, например, не желают медлить по вопросу обращения в суд.

Не менее важно то, что представитель владельцев облигаций вправе присутствовать без права голоса на общих собраниях участников (акционеров) эмитента облигаций. Инвесторы тем самым получают возможность принимать косвенное участие в управлении эмитентом, а не довольствуются весьма отрывочными сведениями из публично раскрываемой по закону информации.

Такая информационная прозрачность особенно важна, когда эмитент попадает в кризисную ситуацию и акционеры эмитента могут пойти на меры, противоречащие интересам той или иной части кредиторов, успешно скрыв это от них. Собственно, именно такой информационный вакуум, помимо прочего, и имел место в 2009–2010 годах.

СПАСЕНИЕ УТОПАЮЩИХ

Однако будут ли вышеперечисленные механизмы работать на благо инвесторов только лишь в силу их наличия в условиях нового кризиса, последствия которого ожидаются более драматическими, нежели 10 лет назад? Так, глава МФВ Кристалина Георгиева заявила, что в 2020 году мировую экономику ждет рецессия, которая будет хуже мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Согласно опросу представителей российского бизнеса, проведенному Исследовательским центром ЦСР, к концу 2020 года большинство опрошенных ожидают снижение выручки на 23%, прибыли — на 19%, а численности сотрудников — на 16%. 88% компаний в РФ отмечают

МОРАТОРИЙ НА БАНКРОТСТВО С 1 АПРЕЛЯ 2020 ГОДА ВРЯД ЛИ СМОЖЕТ ПОЗИТИВНО ПОВЛИЯТЬ НА РАЗВИТИЕ ТЕКУЩЕЙ КРИЗИСНОЙ СИТУАЦИИ. ЭТО СВОЕГО РОДА ОТЛОЖЕННАЯ СМЕРТЬ

необходимость налоговых льгот, а 63% указывают на то, что они подвержены риску банкротства в случае отсутствия положительных изменений.

Применительно к инвестициям в облигации это означает, что без стимулов со стороны государства в текущей ситуации не спасут ни общее собрание владельцев облигаций, ни представитель владельцев облигаций, даже если они будут вести себя крайне слаженно в случае дефолта эмитента.

Инвестиции либо «сгорят», либо их возврат будет отложен на долгие годы (если предприятие все же выживет или хватит имущества, которое будет реализовано в ходе процедуры банкротства), несмотря ни на какие взаимовыгодные реструктуризации облигационных выпусков или же количество выигранных инвесторами судебных споров.

Более того, в случае банкротства эмитента и полной потери инвестиций судебные требования инвесторов о привлечении к субсидиарной ответственности по долгам эмитента его топ-менеджмента и акционеров в большинстве своем будут обречены на провал, поскольку банкротства будут являться следствием глубочайшего экономического кризиса и отсутствия необходимой поддержки со стороны государства, а не виной эмитента и его управленцев. От судебного преследования их, скорее всего, «спасет» признание судами COVID-19 и последовавших за этим событий (разрыв технологических цепочек, невозврат долгов, массовые увольнения и т. п.) в качестве обстоятельств непреодолимой силы, которые не позволили выполнить возложенные на эмитента обязательства. Как это будет выглядеть на практике, еще непонятно, поскольку судебная практика начнет формироваться не ранее чем в ближайшие 3–4 месяца, но именно в этом направлении уже начала мыслить вся юридическая общественность и наиболее пострадавшие представители реального сектора экономики.

При этом объявленный правительством России мораторий на банкротство с 1 апреля 2020 года вряд ли сможет позитивно повлиять на развитие текущей кризисной ситуации. Это своего рода отложенная смерть.

Если эмитент оказался в списке компаний, которые попали под действие моратория, это также вряд ли как-то упростит или облегчит жизнь владельцам облигаций в плане защиты (спасения) своих инвестиций. Как минимум потому, что «мораторный» эмитент не лишен права на подачу в суд заявления о своем банкротстве. На время действия моратория приостанавливается лишь соответствующая обязанность органов управления «мораторного» эмитента (должника).

Это означает, что в ближайшее время для многих компаний (не только для «мораторных») такое контролируемое банкротство может стать, мягко говоря, спасательным кругом, поскольку позволит назначить своего управляющего и отсрочить выполнение обязательств перед кредиторами, включая владельцев облигаций, либо же вообще не выполнять их.

Даже если «мораторный» эмитент сам не подаст заявление о банкротстве, то и владельцы облигаций в течение ближайших 6 месяцев (срок моратория) таким правом в любом случае не смогут воспользоваться, поскольку для этого требуется вступивший в законную силу судебный акт о взыскании задолженности. В период действия моратория они смогут вступать в дело о банкротстве, инициированное только эмитентом, то есть попадут в неконтролируемое ими, но контролируемое эмитентом (как указано выше) банкротство.

НОВЫЕ ВЫЗОВЫ

Введенный мораторий не защищает «мораторного» эмитента от исков о взыскании задолженности от владельцев облигаций, банков и любых других кредиторов, он защищает лишь от исполнительных производств. Соответственно, через 7–8 месяцев (если мораторий закончится и не будет продлен) «мораторный» эмитент в любом случае столкнется с необходимостью погашения огромных долгов, а значит, и с проблемой банкротства. В этой ситуации либо он подаст заявление о своем банкротстве в суд самостоятельно (независимо от окончания или продления моратория), чтобы оказаться в более защищенной ситуации, либо же заявление подаст кто-то из кредиторов, как только мораторий закончится в октябре 2020 года (либо позже, если будет продлен).

Получается, что попадание эмитента в список «мораторных» должников — это палка о двух концах. Сам эмитент будет в общем-то защищен, но одновременно мораторий создает почву для злоупотреблений с его стороны, что может навредить кредиторам, в том числе владельцам облигаций.

Однако «мораторный» эмитент в состоянии решить «проблему», если ему самому это выгодно, например, для выплаты дивидендов, которые в период моратория выплачивать запрещено. К такому решению «мораторного» эмитента могут склонить также основные кредиторы, которым придется быть очень убедительными, поскольку для некоторых эмитентов в текущей ситуации это может быть сродни выстрелу в собственную ногу.

Уже через 2 недели после объявления моратория были приняты поправки в закон о банкротстве, согласно которым «мораторный» эмитент (любая компания, которая попадает под действие моратория) вправе самостоятельно выйти из-под действия моратория. Соответственно, в отношении него не прекращаются исполнительные производства, можно обращать взыскание на заложенное имущество, а генеральный директор, как и прежде, несет ответственность за неподачу заявления о банкротстве. И так каждые 6 месяцев, если мораторий будет продлеваться правительством РФ.

Также вторым пакетом поправок была отменена норма о ничтожности сделок «мораторных» должников.

Что это означает для владельцев облигаций и эмитента? Как минимум то, что если в период действия моратория облигационный заем будет реструктурирован, то существует меньше рисков признания судом такой реструктуризации ничтожной сделкой, если в течение 3 месяцев после прекращения действия моратория в отношении «мораторного» эмитента все же будет возбуждено дело о банкротстве.

В заключение отмечу лишь то, что в наступающем кризисе (в отличие от кризиса 2008 года) инвесторы в отношениях с эмитентом должны выглядеть уже как хорошо сыгранная футбольная команда, и это результат работы, проделанной за прошедшие годы государством и участниками рынка. С другой стороны, совершенно очевидно и то, что в этот раз инвесторы и эмитенты столкнутся с еще большим количеством новых вызовов как в финансовом плане, так и в правовом. С этими вызовами вновь придется «работать» с нуля.