

ЧИРКОВА ЕЛЕНА ВЛАДИМИРОВНА

Кандидат экономических наук,

Доцент Школы финансов

факультета экономических наук

НИУ «Высшая Школа Экономики»

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ

ЗАКЛЮЧЕНИЕ СПЕЦИАЛИСТА

в отношении экономической оценки условий
реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа"

(уточненная редакция)

12.08.2020

г. Москва

Оглавление

Сведения о специалисте	3
Предмет исследования	5
Источники информации	6
Основные выводы специалиста	8
1. Краткое описание ситуации	11
2. Вопрос 1. Провести экономический анализ условий реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 как части реструктуризации задолженности Группы ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр». Являются ли условия реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически и финансово обоснованными и разумными?	15
3. Вопрос 2. Являются ли экономически обоснованными и верными тезисы о том, что условия реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически несправедливые, обременительные, невыгодные и аномальные для владельцев облигаций? Насколько экономически правильно производить оценку убытков, которые могли возникнуть у владельцев облигаций ООО «Финанс-Авиа» в результате реструктуризации облигаций, как разницу между 100%-ными выплатами по принадлежавшим владельцам облигациям и выплатами по новым обязательствам согласно соглашениям о новации от 29.07.2019?	24
Приложение. Документы об образовании и повышении квалификации специалиста	28

Сведения о специалисте

Имя специалиста	Чиркова Елена Владимировна
Место работы и должность	Доцент Школы финансов факультета экономических наук Научно-исследовательского университета «Высшая школа экономики»
Сведения об образовании	Высшее экономическое образование (диплом с отличием экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова ИВ № 909609 от 23 июня 1989 года) Степень кандидата экономических наук (диплом Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова № 010290 от 21 июля 1995 года) Тренинг по финансовой реструктуризации в Амстердамском институте финансов Amsterdam Institute of Finance в 2004 году
Профессиональный стаж	Стаж работы по специальности с 1992 года, включая следующие места работы и должности: <ul style="list-style-type: none">• начальник Управления привлечения инвестиций в капитал Департамента специального финансирования ОАО «Банк Москвы»;• советник в инвестиционном банке Ротшильда в Москве, директора и руководителя направления слияний и поглощений Департамента корпоративных финансов Deloitte;• вице-президент Департамента инвестиционно-банковских услуг ЗАО «Тройка Диалог»;• научный сотрудник экономического факультета Гарвардского университета. С 2005 года работает на факультете экономических наук в Высшей школе экономики.
Компетенции	<ul style="list-style-type: none">• Является специалистом по корпоративным финансам, оценке бизнеса, банкротствам и реструктуризации и фондовому рынку. Полный список научных публикаций по данной тематике см. здесь: https://www.hse.ru/org/persons/66038#sci.• Проходила переподготовку по реструктуризации в Амстердамском институте финансов• Читала лекции по экономике банкротств на магистерской программе «Юрист мирового финансового рынка» в Высшей школе юриспруденции НИУ «ВШЭ».• Является специалистом по реструктуризации и банкротствам авиакомпаний, в частности является автором статьи «Предпочтения кредиторов в ходе банкротства: банкротство и реструктуризация (на примере «Трансаэро»)» («Российский журнал менеджмента», 2017, 2).• Имеет большой опыт работы в качестве специалиста и эксперта для судебных разбирательств и споров с налоговой инспекцией, в том числе по вопросам реструктуризации.<ul style="list-style-type: none">– В частности, являлась специалистом по судебному разбирательству НК «Роснефти» и АФК «Система», в чью компетенцию входила оценка целесообразности и эффективности реструктуризации АФК «Система» перед первичным размещением акций (IPO) контролировавшегося ею ОАО «АНК «Башнефть» на Лондонской фондовой бирже.

- Готовила экспертное заключение по эффективности реструктуризации крупного российского холдинга для судебного спора с налоговой инспекцией.

Предмет исследования

Согласно техническому заданию на подготовку заключения специалиста перед специалистом были поставлены следующие вопросы:

1. Провести экономический анализ условий реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 как части реструктуризации задолженности Группы ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр». Являются ли условия реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически и финансово обоснованными и разумными?
2. Являются ли экономически обоснованными и верными тезисы о том, что условия реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически несправедливые, обременительные, невыгодные и аномальные для владельцев облигаций? Насколько экономически правильно производить оценку убытков, которые могли возникнуть у владельцев облигаций ООО "Финанс-Авиа" в результате реструктуризации облигаций, как разницу между 100%-ными выплатами по принадлежавшим владельцам облигациям и выплатами по новым обязательствам согласно соглашениям о новации от 29.07.2019?

Источники информации

В настоящем исследовании были использованы следующие материалы и информационные ресурсы:

1. Федеральный закон от 26.10.2002 N 127-ФЗ (ред. от 13.07.2020) «О несостоятельности (банкротстве)» (далее – «ФЗ № 127»).
2. Трудовой кодекс Российской Федерации (ред. от 25.05.2020).
3. Годовые отчеты ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» за 2017, 2018 и 2019 годы.
4. Финансовая отчетность ООО «Финанс-Авиа» за 2017, 2018 годы и 1 и 2 кварталы 2019 года.
5. Финансовая отчетность ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» за 2017, 2018 годы и 1 и 2 кварталы 2019 года.
6. Заключение по результатам обзорной проверки промежуточной сокращенной консолидированной финансовой информации Публичного акционерного общества «Авиакомпания «ЮТэйр» и его дочерних организаций за шесть месяцев, закончившихся 30 июня 2019 года компании ООО «Эрнст энд Янг» (далее – «Заключение E&Y за 1 полугодие 2019 года»).
7. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности Публичного акционерного общества «Авиакомпания «ЮТэйр» и его дочерних организаций за 2018 год компании ООО «Эрнст энд Янг» (далее – «Аудиторской заключение за 2018 год»).
8. Расшифровка статьи «Дебиторская задолженность» баланса Публичного акционерного общества «Авиакомпания «ЮТэйр» на 30 июня 2019 года.
9. Договор о предоставлении синдицированного кредита на сумму 18 927 326 612 рублей от 19 ноября 2015 г. с сопутствующей залоговой документацией (далее – «Договор синдицированного кредита 1»).
10. Договор о предоставлении синдицированного кредита на сумму 23 706 822 912,10 рублей от 19 ноября 2015 г. с сопутствующей залоговой документацией (далее – «Договор синдицированного кредита 2»),
Договор синдицированного кредита 1 и Договор синдицированного кредита 2 далее совместно именуется «Договоры синдицированных кредитов».
11. Исковое заявление ИП Давыдовского С.В. в защиту прав и законных интересов группы лиц об обжаловании решений, принятых общими собраниями владельцев облигаций ООО «Финанс-Авиа» (судебное дело № А75-14707/2019). Объяснения истца Давыдовского С.В. от 24.02.2020, объяснения истца Давыдовского С.В., содержащие сводную правовую позицию истца, от 15.06.2020 по делу № А75-14707/2019.
12. Исковое заявление ИП Ерицяна А.В. о признании недействительными соглашений о новации от 29.07.2019 по облигациям ООО «Финанс-Авиа» (судебное дело № А40-235675/2019).
13. Письменные пояснения (в порядке статьи 81 АПК РФ) Центрального банка Российской Федерации от 16.06.2020 № 31-7-1/1505 (судебное дело № А75-14707/2019).
14. Заключение Банка России от 16.06.2020 № 31-7-1/1506 (судебное дело № А40-235675/2019).

15. Решение о выпуске ценных бумаг ООО «Финанс-Авиа» от 15.10.2015 в отношении облигаций серии 01 и решение о выпуске ценных бумаг ООО «Финанс-Авиа» от 15.10.2015 в отношении облигаций серии 02 (далее – «Решения о выпуске»).
16. Проспект эмиссии ценных бумаг ООО «Финанс-Авиа» от 15.10.2015 (далее – «Проспект эмиссии»).
17. Отчет об итогах выпуска ценных бумаг от 15.12.2015 в отношении облигаций серии 01 и отчет об итогах выпуска ценных бумаг от 15.12.2015 в отношении облигаций серии 02 (далее – «Отчеты об итогах выпуска»)
18. Соглашение о новации от 29.07.2019 в отношении прекращения всех обязательств ООО «Финанс-Авиа» по облигациям серии 01 заменой (новацией) их на (в) новое обязательство и соглашение о новации от 29.07.2019 в отношении прекращения всех обязательств ООО «Финанс-Авиа» по облигациям серии 02 заменой (новацией) их на (в) новое обязательство.
19. Отчеты об итогах голосования на общем собрании владельцев облигаций ООО «Финанс-Авиа» от 16 июля 2019 года в отношении облигаций ООО «Финанс-Авиа» серии 01 и серии 02 и протоколы об итогах голосования на общем собрании владельцев облигаций ООО «Финанс-Авиа» от 16 июля 2019 в отношении облигаций ООО «Финанс-Авиа» серии 01 и серии 02 (далее – «Отчеты об итогах голосования»).
20. Pulvino T. C. 1998. Do asset fire sales exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft transactions. *Journal of Finance*, 53, (3): 939–978.
21. Сайт Центрального банка Российской Федерации (раздел «Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежедневно» (https://old.cbr.ru/currency_base/daily/?date_req=30.06.2019)).
22. Сайт Московской биржи www.moex.com.
23. Официальный сайт "Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации" <https://e-disclosure.ru/>.

Все выводы и комментарии в настоящем исследовании основаны на собственных знаниях специалиста в научной сфере корпоративных финансов, а также доступных в публичных источниках материалах и информации. К цифрам в заключении применены правила математического округления.

Основные выводы специалиста

Вопрос	Предмет анализа	Вывод специалиста
1.	Провести экономический анализ условий реструктуризации облигаций ООО «Финанс-Авиа» и соглашений о новации от 29.07.2019 как части реструктуризации задолженности Группы ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр». Являются ли условия реструктуризации облигаций ООО «Финанс-Авиа» и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически и финансово обоснованными и разумными?	<p>Реструктуризация облигаций ООО «Финанс-Авиа» является выгодной для их владельцев по сравнению с допущением банкротства ООО «Финанс-Авиа» и ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр». Условия реструктуризации облигаций ООО «Финанс-Авиа» и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически и финансово обоснованы и разумны.</p> <p>Владельцы облигаций серии 01 получают право требования денежных средств в размере, рассчитываемом как сумма следующих величин: 20% от их номинальной стоимости и 20% от купонного дохода за седьмой купонный период, начавшийся 31.01.2019 и оканчивающийся 31.07.2019, в виде обязательства ООО «Финанс-Авиа» совершить три равные выплаты в 2020–2022 годах. Владельцы облигаций серии 02 получают право требования денежных средств, рассчитываемых как сумма следующих величин: 6% от их номинальной стоимости в виде обязательства ООО «Финанс-Авиа» совершить три равные выплаты в 2020–2022 годах и 100% купонного дохода за восьмой купонный период, начавшийся 31.01.2019 и оканчивающийся 31.07.2019, в виде обязательства ООО «Финанс-Авиа» совершить одну выплату в 2020 году.</p> <p>В случае банкротства ООО «Финанс-Авиа» и ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» владельцы облигаций не получили бы никаких выплат, то есть нулевую возвратность по следующим причинам.</p> <p>На 30 июня 2019 года, то есть непосредственно перед реструктуризацией облигаций, ликвидационная стоимость имущества ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» как должника по оферте в отношении облигаций, а также лица, денежный поток от которого по договорам займа с ООО «Финанс-Авиа» является единственным источником средств для выплат последним по облигациям, была оценена специалистом в 3,7 млрд рублей. При этом совокупная задолженность ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» перед необеспеченными кредиторами составила 102,7 млрд рублей. Средняя возвратность средств необеспеченных кредиторов при банкротстве ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» могла</p>

бы составить 3,6%. С учетом того, что владельцы облигаций являлись бы кредиторами компании третьей очереди и перед ними удовлетворялись бы текущие платежи (размер которых на указанную дату составил около 7,6 млрд рублей) и требования кредиторов первой и второй очередей, доля выплат в пользу инвесторов в облигации из конкурсной массы ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» составила бы 0%.

Доля выплат в пользу инвесторов в облигации из конкурсной массы ООО «Финанс-Авиа» также составила бы 0%, исходя из того, что единственным имуществом ООО «Финанс-Авиа» являются права требования к ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» по договорам займа, стоимость которых можно оценить как нулевую, учитывая финансовое положение ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» на 30.06.2019.

2. Являются ли экономически обоснованными и верными тезисы о том, что условия реструктуризации облигаций ООО «Финанс-Авиа» и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически несправедливые, обременительные, невыгодные и аномальные для владельцев облигаций? Насколько экономически правильно производить оценку убытков, которые могли возникнуть у владельцев облигаций ООО «Финанс-Авиа» в результате реструктуризации облигаций, как разницу между 100%-ными выплатами по принадлежавшим владельцам облигациям и выплатами по новым обязательствам согласно соглашениям о новации от 29.07.2019?
- Тезисы о том, что условия реструктуризации облигаций ООО «Финанс-Авиа» и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически несправедливые, обременительные, невыгодные и аномальные для владельцев облигаций, не являются верными и экономически обоснованными.
- Во-первых, с экономической точки зрения методологически неправильно производить оценку убытков, которые могли возникнуть у владельцев облигаций в результате реструктуризации облигаций ООО «Финанс-Авиа», как разницу между 100%-ными выплатами по принадлежавшим владельцам облигациям и выплатами по новым обязательствам согласно соглашениям о новации от 29.07.2019. Методологически правильно сравнивать последние с тем, что владельцы облигаций получили бы в ходе банкротства ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» и ООО «Финанс-Авиа». Ситуация 100%-ных выплат является целиком умозрительной и не могла быть реализованной на практике в силу отсутствия у ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» и ООО «Финанс-Авиа» каких-либо средств не только для погашения, но и обслуживания долга.
- Во-вторых, как было показано при ответе на вопрос 1, в ходе реструктуризации владельцы облигаций получили заведомо больше, чем в случае неизбежного без реструктуризации

банкротства ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» и ООО «Финанс-Авиа», так как в последнем случае возвратность их инвестиций в облигации составила бы ноль.

В-третьих, динамика цен облигаций в течение девяти месяцев до подписания соглашений о реструктуризации (соглашений о новации) свидетельствует о том, что, по мнению финансового рынка, вероятность дефолта по облигациям была очень высокой и до объявления о реструктуризации, то есть потеря стоимости облигаций была вызвана ухудшением финансового положения ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» и ООО «Финанс-Авиа», а не фактом реструктуризации.

И наконец, существует вероятность того, что инвесторы – владельцы облигаций вложили в покупку облигаций существенно меньше средств, чем их номинальная стоимость, понимая при этом, какой риск они на себя берут, что дополнительно ставит под сомнение справедливость требований возместить владельцам облигаций полную номинальную стоимость и накопленный и будущий купонный доход по облигациям.

1. Краткое описание ситуации

29 июля 2019 года Общество с ограниченной ответственностью «Финанс-Авиа» (далее «Финанс-Авиа» или «Эмитент») согласно решениям от 15 июля 2019 года общих собраний владельцев облигаций Финанс-Авиа серий 01 и 02 заключило с Обществом с ограниченной ответственности «Корпоративный менеджмент РУС» (ООО «КМР»), являющимся Представителем владельцев облигаций, уполномоченным представлять интересы владельцев облигаций, соглашения о прекращении обязательств по облигациям новацией. Данными соглашениями были прекращены все обязательства по облигациям, выпущенным согласно Решениям о выпуске и Проспекту эмиссии (далее – «Облигации»).

Условия обоих выпусков Облигаций представлены в таблице 1. Облигации были выпущены в двух сериях. Как видно из данной таблицы, по Облигациям серии 01 был предусмотрен купонный доход в размере 8,25–10% от номинала, а Облигации серии 02 по своей экономической сути являлись беспроцентными (купонный доход составлял 0,01% от номинала).

Таблица 1. Условия выпусков Облигаций

	Серия 1	Серия 2
Регистрационный номер	4-01-36484-R	4-02-36484-R
ISIN	RU-000A0JVZF7	RU-000A0JVZG5
Валюта	Рубль РФ	Рубль РФ
Количество, шт.	4 121 600	9 179 259
Номинал, руб.	1000	1000
Общая стоимость, млн руб.	4 122	9 179
Дата регистрации решения о выпуске	15 октября 2015 г.	15 октября 2015 г.
Срок погашения	По 7,5% от номинала 31.01.2020 г., 31.07.2020 г., 31.01.2021 г. и 31.07.2021 г., 20% от номинала 31.01.2022 г., 50% от номинала 31.07.2022 г.	По 7,5% от номинала 31.01.2023 г., 31.07.2023 г., 31.01.2024 г., 31.07.2024 г., 31.01.2025 г., 31.07.2025 г., 31.01.2026 г., 31.07.2026 г. и 31.01.2027 г., 32,5% от номинала 31.07.2027 г.
Ставка купонного дохода, % годовых от номинала	8,25–10%	0,01%
Обеспечение	Отсутствует	Отсутствует

Источник: Решения о выпуске, Проспект эмиссии и Отчеты о итогах выпуска.

ООО «КМР» было уполномочено на заключение соглашений о новации как представитель владельцев Облигаций на основании решений общих собраний владельцев Облигаций от 15.07.2019. За новацию проголосовали: в отношении Облигаций серии 01 – владельцы облигаций, обладавшие более 93% от голосов владельцев облигаций, принявших участие в собрании, и более 75% от голосов всех держателей Облигаций серии 01, обладавших правом голоса на общем собрании владельцев Облигаций серии 01; в отношении Облигаций серии 02 - владельцы облигаций, обладавшие более 90% от голосов владельцев Облигаций, принявших участие в собрании и более 75% от голосов всех держателей Облигаций серии 02, обладавших правом голоса на общем собрании владельцев Облигаций серии 02. При этом минимальное требуемое количество голосов для принятия решения по вопросу одобрения соглашения о новации составляет 3/4 голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на общем собрании владельцев облигаций. (См. таблицу 2.)

Таблица 2. Результаты голосования на общем собрании владельцев облигаций за новацию Облигаций.

Серия 01

Общее число голосов	4 121 600
Число голосов лиц, принявших участие в собрании	3 311 715
Число голосов «за»	3 099 513
Доля голосов лиц, принявших участие в собрании, % от общего числа голосов	80,3%
Доля голосов, отданных за вариант голосования «за», % от числа голосов лиц, принявших участие в собрании	93,6%
Доля голосов, отданных за вариант голосования «за», % от общего числа голосов	75,2%

Серия 02

Общее число голосов	9 179 259
Число голосов лиц, принявших участие в собрании	7 643 688
Число голосов «за»	6 902 363
Доля голосов лиц, принявших участие в собрании, % от общего числа голосов	83,3%
Доля голосов, отданных за вариант голосования «за», % от числа голосов лиц, принявших участие в собрании	90,3%
Доля голосов, отданных за вариант голосования «за», % от общего числа голосов	75,2%

Источник: Отчеты об итогах голосования.

Условия новации были следующими:

Серия 01

В соответствии с соглашением о новации, Эмитент обязался выплатить денежные средства в размере, рассчитываемом как сумма следующих величин: (i) 20% от номинальной стоимости Облигаций серии 01 и 20% от купонного дохода за седьмой купонный период, начавшийся 31 января 2019 года и оканчивающийся 31 июля 2019 года, в следующем порядке: по одной трети от указанных сумм 31 июля 2020, 31 июля 2021 и 31 июля 2022 года, и (ii) 80% выплат от указанного купонного дохода и 85% от номинальной стоимости Облигаций серии 01 были отнесены на 31 июля 2054 года.

Серия 02

Условия соглашения о новации предусматривают, что Эмитент в период с 2020 года по 2022 года обязался выплатить денежные средства в размере, рассчитываемом как сумма следующих величин: (i) 6% от номинальной стоимости Облигаций серии 02 в следующем порядке: по одной трети от указанной суммы 31 июля 2020, 31 июля 2021 и 31 июля 2022 года, и (ii) 100% купонного дохода за восьмой купонный период, начавшийся 31 января 2019 года и оканчивающийся 31 июля

2019 года, - 31 июля 2020 года. Оставшаяся часть, рассчитываемая в размере 99% от номинальной стоимости Облигаций серии 02, должна быть выплачена 31 июля 2054 года.

Поскольку купонная доходность по Облигациям серии 02 составляла всего 0,01% от номинала, то есть на 1000 рублей в год начислялось 10 копеек, то есть купона фактически не было, прекращение таких купонных выплат соглашением о новации не является существенным с экономической точки зрения.

В настоящее время в производстве Арбитражного суда Ханты-Мансийского автономного округа – Югры находится дело № А75-14707/2019 по иску ИП Давыдовского С.В. в защиту прав и законных интересов группы лиц об обжаловании решений, принятых общими собраниями владельцев облигаций Финанс-Авиа. В исковом заявлении, в объяснениях истца Давыдовского С.В. от 24.02.2020, в объяснениях истца Давыдовского С.В. от 15.06.2020 по делу № А75-14707/2019 истец высказывает мнение о том, что «предложение Эмитента о реструктуризации по облигациям содержало такие невыгодные и экономически бессмысленные условия, на которые не может согласиться ни один способный к минимальной мыслительной деятельности инвестор в здравом уме и трезвой памяти» (стр. 3 искового заявления); «Кредиторы якобы приняли решение, по которому переносится срок возврата их долга на тридцать пять лет и на указанный долг не начисляются никакие проценты. В этом решении нет никакой экономической логики.» (стр. 11 объяснений истца от 24.02.2020); «принятое общим собранием решение имеет следствием вопиющую и шокирующую несоразмерность встречных предоставлений по соглашению о новации, а условия принятого соглашения совершенно аномальны» (страница 16 объяснений истца Давыдовского С.В. от 15.06.2020); истец также приводит расчет потерь инвесторов при реструктуризации долга и полагает, что суммарные финансовые потери владельцев Облигаций серий 01 и 02 в результате новации составят 10,9 млрд. рублей (страницы 8, 9 объяснений истца Давыдовского С.В. от 15.06.2020).

В производстве Арбитражного суда города Москвы находится дело № А40-235675/2019 по иску ИП Ерицяна А.В. о признании недействительными соглашений о новации от 29.07.2019 по Облигациям Финанс-Авиа. В исковом заявлении истец по данному делу высказывает мнение об абсолютном отсутствии экономического смысла и очевидной кабальности для разумного инвестора принять условия соглашений о новации по Облигациям Финанс-Авиа, делает расчет приведенной стоимости ожидаемых денежных выплат, в котором сравнивает выплаты при погашении стоимости Облигаций (без реструктуризации) с выплатами по соглашениям о новации от 29.07.2019 (при реструктуризации), высказывает мнение, что данные соглашения о новации ввиду явной несоразмерности встречного исполнения являются сделками на крайне невыгодных условиях для миноритарных владельцев Облигаций (страницы 8, 9 искового заявления).

В письменных пояснениях Центрального банка Российской Федерации от 16.06.2020 № 31-7-1/1505 по делу № А75-14707/2019 и в заключении Банка России от 16.06.2020 № 31-7-1/1506 по делу № А40-235675/2019 содержится мнение Банка России о том, что «принятие решений на общих собраниях 15.07.2019, которые явно противоречат интересам большинства миноритарных владельцев Облигаций и влекут для них неблагоприятные последствия, в том числе невозможность осуществления ими права на получение соразмерного встречного предоставления в связи с погашением Облигаций, не отвечает критериям добросовестного и разумного поведения и является злоупотреблением правом.»; «По мнению Банка России, заключение соглашений о новации на условиях, заведомо ухудшающих экономическое положение владельцев Облигаций, по сравнению с ситуацией, существовавшей в момент принятия инвестиционного решения о

приобретении Облигаций, отсутствие согласия миноритарных владельцев Облигаций с такими условиями изменений обязательств Эмитента и невозможность повлиять на их изменение свидетельствует о несправедливости и обременительности условий соглашений о новации для владельцев Облигаций, нарушении баланса интересов сторон договора.» (страницы 5, 6 данных пояснений и заключения Банка Россия).

2. Вопрос 1. Провести экономический анализ условий реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 как части реструктуризации задолженности Группы ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр». Являются ли условия реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически и финансово обоснованными и разумными?

Невозможность обслуживания долга по Облигациям и вероятность банкротства ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» и ООО «Финанс-Авиа» в отсутствие реструктуризации

30.11.2015 г. ПАО «Авиакомпания «ЮТэйр» (далее – «Авиакомпания») предоставила публичную оферту в отношении обеспечения покупки Облигаций (далее – «Оферта»). В соответствии с Офертой Авиакомпания обязалась в случае дефолта по Облигациям обеспечить покупку Облигаций брокером (выбранным Авиакомпанией, действующим за счет Авиакомпания) у владельцев Облигаций по цене, в порядке и на условиях, предусмотренных Офертой. Также единственным источником средств Финанс-Авиа для выполнения своих обязательств по Облигациям являются выплаты Авиакомпанией в пользу Финанс-Авиа по договорам займа между ними.

Поэтому для целей финансового анализа специалист использует финансовые данные Авиакомпания.

На 30 июня 2019 года, то есть непосредственно перед датой реструктуризации, финансовое положение Авиакомпания выглядело следующим образом:

- Отрицательный собственный капитал на 30.06.2019 в размере 18 047 млн рублей.
- Убыточность бизнеса в 2018 году и первом полугодии 2019 года. При этом маржа чистой прибыли составила в 2018 году – минус 7,5%, в 1 полугодии 2019 года – минус 9,8%. Соответственно, отрицательная прибыль до процентных выплат и налогов в половине 2019 года и в 2018 году.
- Отрицательный денежный поток от текущих операций в 2018 году.
- Коэффициент текущей ликвидности (отношение оборотных активов к краткосрочным обязательствам), отражающий способность рассчитываться по текущим долгам, в размере 0,43 (при нормативном значении от 1,5 до 2,5) на 30.06.2019.
- Коэффициент быстрой ликвидности (отношение высоколиквидных активов – денежных средств и краткосрочных финансовых вложений – к текущим обязательствам), также характеризующий способность рассчитываться по краткосрочным обязательствам, в размере 0,014 (при нормативном значении от 0,7 до 1) на 30.06.2019.
- Отрицательный коэффициент покрытия процентных выплат (отношение прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль к процентным выплатам), то есть превышение процентных выплат над прибылью до уплаты налогов и процентов в 1 полугодии 2019 года.

- Просроченная задолженность по кредитам и займам в размере 3 010 млн. рублей на 30.06.2019, в том числе по банковским кредитам в размере 2 750 млн рублей и по займам, полученным от кредиторов – юридических лиц, в размере 260 млн. рублей.

Авиакомпания является материнской компанией группы компаний (далее – «Группа»). Согласно Заключению E&Y за 1 полугодие 2019 года, на 30 июня 2019 года в состав группы Авиакомпании входило в общей сложности 25 компаний, при этом только одна из них, а именно 100%-ное дочернее общество АО «ЮТэйр-Вертолетные услуги» (далее – «ЮТэйр-Вертолетные услуги»), занимается и операционной деятельностью, и имеет существенное имущество. Поскольку некоторые кредиторы Авиакомпании могут обратиться взыскания в том числе и на имущество ЮТэйр-Вертолетные услуги, представляется необходимым дополнительно проанализировать консолидированную отчетность Группы.

Группа готовит отчетность по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). Положение Группы по МСФО выглядит еще более критическим, чем положение Авиакомпании по российским стандартам¹. Согласно Заключению E&Y за 1 полугодие 2019 года и Аудиторскому заключению за 2018 год:

- по результатам 2018 года Группа понесла убытки в размере 21 999 111 тыс. рублей, а в первом полугодии 2019 года – 9 494 161 тыс. руб.;
- по состоянию на 30 июня 2019 года она имела отрицательные чистые активы в размере 40 192 033 тыс. руб. или 47,8% от валюты баланса (по состоянию на 31 декабря 2018 года – 30 581 807 тыс. руб. или 30,1% валюты баланса);
- ее краткосрочные обязательства по состоянию ту же дату превышали ее краткосрочные активы на 78 932 811 тыс. руб.

Тот факт, что консолидированная отчетность группы хуже, чем отчетность Авиакомпании, объясняется прежде всего тем, что ЮТэйр-Вертолетные услуги также несла убытки (666,3 млн рублей или 7,3% от выручки в 1 полугодии 2019 года и 1698 млн рублей или 8,8 выручки) и имела отрицательный собственный капитал (18 млрд рублей или 21,5% от валюты баланса) на конец первого полугодия 2019 года.

31 июля 2019 года Эмитент должен был выплатить полугодовой купонный доход по Облигациям серии 01 из расчета 9% годовых, что в полугодовом выражении с учетом сложных процентов составляет 4,4%. Так как общая номинальная стоимость Облигаций данной серии составляла 4 121,6 рублей, процентные выплаты должны были составить 181,5 млн рублей. Кроме того, 31.01.2020 года Эмитент должен был погасить 7,5% Облигаций серии 01, то есть выплатить еще 309,1 млн. Итого в ближайшие месяцы Эмитент должен был выплатить кредиторам 490,6 млн рублей. В ситуации, когда денежных средств на балансе недостаточно (437 млн рублей), они зарезервированы под операционные выплаты, а Авиакомпания несет большие убытки от операционной деятельности, по мнению специалиста, произвести выплату указанной суммы не представляется возможным.

К аналогичному выводу пришел и аудитор Группы – международная аудиторская компания Ernst & Young в лице своего российского юридического лица ООО «Эрнст энд Янг» (далее «E&Y»), при этом она ссылается и на сам факт нарушения обязательств по обслуживанию кредитов и

¹ При этом одной из причин является разница в самих стандартах.

займов. В разделе «Непрерывность деятельности» (стр. 19) Аудиторского заключения за 2018 год E&Y отмечает, что по состоянию на 31 декабря 2018 года Авиакомпания допустила просрочку по выплате процентов по семилетним кредитам и займам, а все остальные ее кредиты и займы содержат условия «кросс-дефолта», и по состоянию на 31 декабря 2018 года кредиторы Авиакомпания не предоставляли ей письма-отказы от права требования досрочного исполнения обязательств по возврату непогашенных кредитов и займов и причитающихся сумм процентов. Аналогичное замечание имеется и в Заключении E&Y за 1 полугодие 2019 года. Согласно данным аудитора размер просроченных процентов по состоянию на 30 июня 2019 года составил 3 010 355 тыс. руб., и кредиторы получили право требования досрочного возврата задолженности в размере 68 922 423 тыс. руб.

Из этих фактов следует, что Авиакомпания не могла выполнять свои обязательства перед Финанс-Авиа по договорам займа (и уже по факту не выполняла их в полном объеме), что влекло за собой невозможность исполнения Финанс-Авиа обязательств перед владельцами Облигаций. В отсутствие реструктуризации Облигаций Авиакомпания и Финанс-Авиа были бы вынуждены объявить о банкротстве.

Ликвидационная стоимость Авиакомпания

В связи с тем, что у Финанс-Авиа отсутствует собственное имущество, а финансовые активы Эмитента представлены правами требования по договорам займов к Авиакомпания, других активов для погашения обязательств по облигационным займам Эмитент не имеет, а также в связи с предоставленной Авиакомпанией Офертой, специалист осуществляет подсчет активов, которые могла бы продать Авиакомпания для удовлетворения требований кредиторов в случае своего банкротства. У нее не было самолетов в собственности, все воздушные суда находились в операционном или финансовом лизинге. Эти самолеты изымаются лизингодателями в случае просрочки платежей. Таким образом, речь может идти о внеоборотных и оборотных активах на балансе.

Первые состоят из таких активов как:

- основные средства;
- долгосрочные финансовые вложения;
- отложенные налоговые активы.

Вторые включают в себя:

- запасы;
- дебиторскую задолженность;
- финансовые вложения;
- денежные средства и их эквиваленты.

Согласно авторитетному иностранному источнику [Pulvino, 1998], в котором исследовалась ликвидационная стоимость авиакомпаний, расходные материалы для воздушных судов и запасы топлива могут быть проданы за 60% от балансовой стоимости: сделка по их продаже сопровождается высокими рисками, связанными с их передачей новому владельцу. При продаже дебиторской задолженности учитывается только задолженность покупателей и заказчиков, а прочая дебиторская задолженность списывается полностью. Остальные активы авиакомпании предположительно не могут быть проданы. Полностью списываются денежные средства с

ограниченным правом использования, т. е. зарезервированные под обеспечение аккредитива, компенсацию работникам и оплату аэропортовых расходов, предоплата по налогам и налоги к возврату, а также предоплата за воздушные суда и капитальные ремонты, долгосрочные финансовые инвестиции, отложенные налоговые активы и нематериальные активы. Руководствуясь этими общими соображениями, проверим более точно, что подлежит списанию, а что может быть продано в случае банкротства Авиакомпании.

Внеоборотные активы

На 30.06.2019 основные средства (далее – «ОС») на балансе составили 5992 млн рублей. Незаложенными реализуемыми активами являлись активы на общую сумму 2358 млн рублей. Остальные основные средства представляют собой:

- имущество, заложенное в обеспечение исполнения обязательств по Договорам синдицированных кредитов на общую сумму 369 млн рублей;
- незавершенное строительство и ремонты, которые не могут быть реализованы в ходе банкротства.

В таблице 3 ниже приводится разбивка ОС Авиакомпании, свободных от залога реализуемых при конкурсном производстве активов, на 30.06.2019. Как видно из таблицы, больше половины оборудования (по остаточной балансовой стоимости) – двигатели, 14,3% – планеры самолетов, 7% – бортовое оборудование. Согласно данным Авиакомпании, рыночная стоимость двигателей составляет 15% от балансовой стоимости², вспомогательных силовых установок – 17%, наземного оборудования – максимум 10%. Электронные системы предоставления полетной информации и предупреждения столкновений в воздухе, равно как и неотделимые улучшения салонов самолетов (доля последних в стоимости ОС составляет 21,7%) не могут быть реализованы. Офисная техника (3,2% стоимости ОС) может быть реализована за 50% от остаточной стоимости. Таким образом, ликвидационная стоимость ОС Авиакомпании на указанную отчетную дату составляла 389 млн рублей.

² Рыночная стоимость двигателя зависит от множества факторов: его типа, наличия документов, остатка ресурса, прослеживания истории, состояния металла, участия в инцидентах, используемого топлива и масла, востребованности на рынке. Двигатель без документов превращается в металлолом и продается примерно за 25 тыс. рублей. Стоимость снятого с самолета неисправного двигателя в хорошем состоянии летом 2019 года могла достигать до 120–150 тыс. долл.

Таблица 3. Свободные от залога основные средства Авиакомпаний на 30.06.2019, реализуемые при конкурсном производстве

	Остаточная стоимость на 30.06.2019		Реализационная стоимость при ликвидации	
	Млн руб.	% от общей стоимости	% от остаточной стоимости	Млн руб.
Авиадвигатели*	1 209	51,3%	15%	180
НУАИ (комплекты системы смешанных винглетов и реконфигурация салонов)	512	21,7%	0%	-
Планеры самолетов**	338	14,3%	44%	150
Вспомогательные силовые установки***	124	5,2%	17%	21
Электронные системы предоставления полетной информации и системы предупреждения столкновений в воздухе	41	1,7%	0%	-
Ликвидная техника (серверы, ноутбуки, маршрутизаторы и т.п.)	75	3,2%	50%	38
Неотделимые улучшения и прочее непродávаемое имущество (типа пожарных водоемов, благоустройства парков)	49	2,1%	0%	-
Вспомогательное наземное авиационное оборудование (водила, тележки, упаковочные машины)	10	0,4%	10%	1
Всего	2 358			389

Источник: данные Авиакомпаний, расчеты специалиста.

* Ликвидационная стоимость авиадвигателя принималась равной 50 тыс. долл. Всего на балансе находилось 57 двигателей.

** По данным Авиакомпаний, средняя ликвидационная стоимость планера составила 98 тыс. долл. На балансе находилось 24 планера.

*** Ликвидационная стоимость вспомогательной силовой установки принималась равной 10 тыс. долл. Всего на балансе находилось 33 установки. Курс на 30.06.2019 составил 63 рубля за доллар.

Что касается долгосрочных вложений, их общая сумма на 30.06.2019 составляла более 35 млрд рублей, однако почти 100% составляли вложения в дочерние компании. Данные вложения можно оценить в ноль рублей из следующих соображений:

- как было показано выше, финансовое положение Группы хуже, чем Авиакомпаний, а следовательно, финансовое положение ее дочерних компаний в среднем хуже, чем положение материнской;
- а главное – единственная операционная «дочка» Авиакомпаний – ЮТэйр-Вертолетные услуги выдала поручительства в обеспечение исполнения обязательств Авиакомпаний по Договорам синдицированных кредитов с общей суммой основного долга 39 млрд рублей, ее движимое (авиадвигатели, ВСУ) и недвижимое (воздушные суда (вертолеты), здания и т.д.) имущество переданы в залог в обеспечение исполнения обязательств Авиакомпаний по Договорам синдицированных кредитов, и, следовательно, ее банкротство начнется немедленно после банкротства Авиакомпаний, и данные активы отойдут обеспеченным залогом кредиторам по Договорам синдицированных кредитов.

Оборотные активы

Почти 100% прочих дебиторов являются обязательствами компаний Группы, а из 3,9 млрд задолженности покупателей и заказчиков 3,2 млрд – задолженность аффилированных компаний, в том числе 3,1 млрд – ЮТэйр-Вертолетные услуги.

Из оставшейся задолженности просрочено 30,9%. Таким образом, в случае ликвидации реально было бы вернуть 672 млн или 17,5% дебиторской задолженности максимум (см. таблицу 4 ниже).

Таблица 4. Расшифровка основной дебиторской задолженности покупателей и заказчиков перед Авиакомпанией на 30.06.2019

	Всего	В том числе просроченная	В том числе непросроченная
Дебиторская задолженность перед "ЮТэйр", тыс. руб.	3 912 533	78 211	3 834 322
Из нее компаний Группы, тыс. руб.	3 179 058	17 055	3 162 003
Из нее компаний Группы, %	81,3%	21,8%	82,5%
Из нее независимых покупателей, тыс. руб.	733 475	61 156	672 319
Из нее независимых покупателей, %	18,7%	78,2%	17,5%

Источник: данные Авиакомпании.

В случае Авиакомпании 100%-ному списанию подлежат и краткосрочные финансовые вложения, так как они на 100% состоят из вложений в дочерние компании.

Ликвидационная стоимость Авиакомпании

Таким образом, ликвидационная стоимость Авиакомпании складывается из трех компонентов:

- ликвидационная стоимость незаложенного имущества, доступного для реализации, на балансе Авиакомпании;
- дебиторская задолженность, возмещение которой возможно при банкротстве;
- ликвидационная стоимость запасов;
- денежные средства на балансе Авиакомпании.

Таблица 5. Расчет ликвидационной стоимости активов Авиакомпании на 30.06.2019.

	Стоимость по балансу, млн руб.	Списание, %	Ликвидационная стоимость, млн руб.
Основные средства	2358	84%	389
Запасы	3682	40%	2209
Дебиторская задолженность	3913	83%	672
Денежные средства	438	0%	438
Итого	10391		3709

Источник: Отчетность Авиакомпании на 30.06.2019.

Как видно из таблицы 5, ликвидационную стоимость имущества Авиакомпании при банкротстве можно оценить в 3,7 млрд рублей.

Размер необеспеченного долга Авиакомпания и возвратности средств ее необеспеченных кредиторов при банкротстве

В таблице 6 ниже представлен расчет необеспеченной задолженности Авиакомпания. В нее входит вся задолженность за вычетом ликвидационной стоимости заложенного имущества. Как было указано выше, Авиакомпания заложила имущество на общую стоимость 369 млн рублей в обеспечение исполнения своих обязательств по Договорам синдицированных кредитов.

Для целей консервативной оценки необеспеченной задолженности Авиакомпания предположим, что рыночная стоимость этого имущества соответствует балансовой (хотя с большой вероятностью реализовать его по балансовой стоимости не удастся). Авиакомпания предоставляла и иное имущество в залог в обеспечение исполнения обязательств по Договорам синдицированных кредитов, однако, по мнению специалиста, данное имущество в ситуации банкротства ликвидационной стоимости не имеет.

Таблица 6. Расчет необеспеченной задолженности Авиакомпания на 30.06.2019, млн рублей

Задолженность всего	103 058
Из нее	
Краткосрочная	84 795
Долгосрочная	18 263
Из нее	
Перед обеспеченным кредитором	39 024
Стоимость обеспечения	369
Необеспеченная задолженность по обеспеченному кредиту	38 655
Необеспеченная задолженность всего	102 689

Источник: Отчетность Авиакомпания на 30.06.2019.

Как видно из таблицы 6, необеспеченная задолженность Авиакомпания составляет около 102,7 млрд рублей. Выше было показано, что ликвидационная стоимость ее имущества составляет около 3,7 млрд рублей. Таким образом, возвратность долгов необеспеченных кредиторов при банкротстве могла составить около 3,6%.

Возвратность средств владельцев Облигаций при банкротстве Авиакомпания с учетом очередности

Как было показано выше, если бы все кредиторы Авиакомпания имели одинаковые права при банкротстве, а Авиакомпания не несла бы никаких затрат на банкротство, возвратность составила бы 3,6%.

При этом:

- Находясь в стадии банкротства, Авиакомпания несла бы часть операционных издержек, которые финансировала бы из денежных средств на балансе.
- Владельцы Облигаций в случае предъявления требований по Оферте являлись бы кредиторами третьей очереди. Перед ними удовлетворялись бы требования по текущим платежам и требования кредиторов первой и второй очередей.

Требования кредиторов по текущим платежам погашаются вне очереди за счет конкурсной массы преимущественно перед кредиторами, требования которых возникли до принятия заявления о признании должника банкротом³. В рамках первой очереди текущих платежей, помимо прочих, удовлетворяются требования, связанные с выплатой вознаграждения арбитражному управляющему⁴. В рамках второй очереди текущих платежей, помимо прочих, удовлетворяются требования об оплате труда лиц, работающих или работавших (после даты принятия заявления о признании должника банкротом) по трудовому договору, в рамках третьей очереди текущих платежей, помимо прочих – требования об оплате деятельности лиц, привлеченных арбитражным управляющим для обеспечения исполнения возложенных на него обязанностей в деле о банкротстве, в рамках четвертой очереди текущих платежей – требования по эксплуатационным платежам, в рамках пятой очереди текущих платежей – требования по иным текущим платежам⁵.

Для целей расчета возвратности средств кредиторов к ликвидационной стоимости реализуемого в ходе конкурсного производства имущества Авиакомпании, свободного от залога, нужно добавить 20% средств, вырученных от продажи залогового имущества. 15% от средств, вырученных от продажи залогового имущества, направляются для погашения требований кредиторов первой и второй очереди в случае недостаточности иного имущества должника в целях погашения указанных требований. В нашем случае стоимость обеспечения составляет 369 млн рублей. 15% от этой суммы – 55 млн рублей. Оставшиеся средства – на погашение судебных расходов, расходов по выплате вознаграждения арбитражным управляющим и оплаты услуг лиц, привлеченных арбитражным управляющим в целях обеспечения исполнения возложенных на него обязанностей⁶.

В случае, если бы после погашения требований кредиторов первой и второй очереди средства все еще оставались, из них погашались бы обеспеченные залогом имущества должника требования конкурсных кредиторов, не погашенные из стоимости предмета залога в связи с удержанием части стоимости для погашения требований кредиторов первой и второй очереди⁷.

На 30.06.2019 задолженность Авиакомпании перед поставщиками и подрядчиками, удовлетворяемая вне очереди, составила 5697 млн рублей.

В случае начала процедуры банкротства Авиакомпания, вероятно, уволила бы почти всех своих работников, но, скорее всего, не ранее чем на стадии конкурсного производства. В период процедуры наблюдения руководитель должника и в период конкурсного производства конкурсный управляющий вправе увольнять работников должника в порядке и на условиях, которые установлены Трудовым кодексом Российской Федерации⁸. При этом увольняемому работнику при сокращении численности или штата работников организации и ликвидации организации должно выплачиваться выходное пособие в размере среднего месячного заработка, а также за ним сохраняется средний месячный заработок на период трудоустройства, но не свыше двух месяцев со дня увольнения (с зачетом выходного пособия). Таким образом, при увольнении по указанным

³ Пункт 1 статьи 134 ФЗ № 127.

⁴ Абзац 2 пункта 2 статьи 134 ФЗ № 127.

⁵ Пункт 2 статьи 134 ФЗ № 127.

⁶ Абзац 3 пункта 2 статьи 138 ФЗ № 127.

⁷ Пункт 2.1 статьи 138 ФЗ № 127.

⁸ Пункт 3 статьи 129 ФЗ № 127.

основаниям работник может получить (с учетом срока на его уведомление об увольнении за два месяца до увольнения) 4 средних месячных заработка или более.

Часть работников Авиакомпании работает в районах Крайнего Севера. Такой работник при увольнении по указанным основаниям (с учетом срока на его уведомление об увольнении за 2 месяца до увольнения) может получить 5 средних месячных заработка или более.

С учетом указанных требований трудового законодательства и того, что только процедура наблюдения (в течение которой массовое увольнение работников будет являться очень маловероятным) может длиться до семи месяцев, из расчета минимум 4-х средних месячных заработков (при этом гораздо более реалистичным является расчет на основе 6 или более месячных заработков), а также того факта, что среднемесячный фонд оплаты труда в 2019 году составлял 487,2 млн рублей, у Авиакомпании возникают дополнительные текущие обязательства в размере как минимум 1949 млн рублей. В реальности такие дополнительные обязательства были бы значительно больше.

Таким образом, общая текущая задолженность составила бы 7646 млн рублей, то есть она была бы в 2,1 раза выше, чем ликвидационная стоимость Авиакомпании.

Таким образом, в случае банкротства Авиакомпании все средства, вырученные от продажи имущества Авиакомпании, пошли бы на удовлетворение требований кредиторов, удовлетворяемые вне очереди, а также требований кредиторов первой и второй очереди. Следовательно, при банкротстве Авиакомпании владельцы Облигаций получили бы нулевой возврат.

Таким образом, право на получение по соглашениям о новации денежных средств в размере, рассчитываемом как сумма следующих величин: 20% от номинала и соответствующего купонного дохода по Облигациям серии 01 и 6% от номинала и соответствующего купонного дохода по Облигациям серии 02 в ближайшие годы (а по соглашению о новации в отношении Облигаций серии 02 даже существенно раньше прежних сроков погашения) является намного более предпочтительным для кредиторов по соглашениям о новации, чем банкротство Эмитента и Авиакомпании.

Условия реструктуризации Облигаций и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически и финансово обоснованы и разумны.

3. Вопрос 2. Являются ли экономически обоснованными и верными тезисы о том, что условия реструктуризации облигаций ООО "Финанс-Авиа" и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически несправедливые, обременительные, невыгодные и аномальные для владельцев облигаций? Насколько экономически правильно производить оценку убытков, которые могли возникнуть у владельцев облигаций ООО «Финанс-Авиа» в результате реструктуризации облигаций, как разницу между 100%-ными выплатами по принадлежавшим владельцам облигациям и выплатами по новым обязательствам согласно соглашениям о новации от 29.07.2019?

По мнению специалиста, с экономической точки зрения методологически неправильно производить оценку убытков, которые могли возникнуть в результате реструктуризации по Облигациям Финанс-Авиа как разницу между 100%-ными выплатами по принадлежавшим владельцам Облигациям и выплатами по новым обязательствам согласно соглашениям о новации. Такой подход к расчету потерь инвесторов от реструктуризации Облигаций является экономически безграмотным. Для расчета потерь инвесторов от реструктуризации является неверным суммировать те выплаты, которые могли бы быть получены инвесторами в случае исполнения обязательств Эмитентом на 100%, и уменьшать их на размер выплат, которые будут ими получены с учетом реструктуризации, то есть сравнивать максимальные потенциальные выплаты в случае отсутствия дефолта Эмитента и выплаты с учетом реструктуризации, а также сравнивать выплаты по условиям соглашений о новации с затратами инвесторов на приобретение Облигаций.

Целью реструктуризации является избежание дефолта эмитента, который, как правило, неминуем в ее отсутствии. Выгоды реструктуризации Облигаций нельзя соотносить с гипотетическими выплатами Эмитента, которые он бы сделал, находясь в хорошем финансовом положении, ведь он в таковом не находился. Есть два корректных варианта сравнения условий реструктуризации.

- Выплаты по реструктуризации можно сравнить с теми выплатами, которые получили бы инвесторы в случае банкротства Эмитента и Авиакомпании.
- Выплаты по реструктуризации можно соотнести с рыночными котировками облигаций на дату, предшествующую дате голосования за реструктуризацию:
 - именно по таким ценам инвестор, не желающий участвовать в реструктуризации, может продать свои облигации и тем самым избежать участия в ней;
 - котировки облигаций на дату, предшествующую дате голосования, отражают мнение финансового рынка в целом о справедливой стоимости данных облигаций с учетом вероятности реструктуризации и ее условий (последние известны заранее из предложений Эмитента инвесторам).

Кроме того, сам факт того, что реструктуризация была одобрена большинством более 75% голосов, приходящихся на всех владельцев облигации, имевших право голоса на общем собрании

владельцев Облигаций, соответственно, и той, и другой серии, свидетельствует о том, что они сочли условия справедливыми.

Таким образом, нельзя подменять ответ на вопрос о справедливости условий реструктуризации ответом на вопрос о максимальных гипотетических потерях инвесторов. Нельзя не признать, что инвесторы в Облигации понесли существенные потери, однако, как будет понятно из ответа на вопрос 2, все эти потери не связаны с реструктуризацией, а были понесены ими раньше из-за ухудшения финансового положения Авиакомпании и, соответственно, Эмитента.

При ответе на вопрос также нужно руководствоваться методологией и выводами, полученными при ответе на вопрос 1. В предыдущем разделе настоящего отчета было показано, что банкротство Авиакомпании и Финанс-Авиа в случае отсутствия реструктуризации Облигаций было бы неизбежным, а возвратность инвестиций владельцев Облигаций при банкротстве составила бы ноль.

Кроме того, специалист считает важным заметить, что инвесторы – владельцы Облигаций могли покупать Облигации с большим дисконтом к номиналу. Этот дисконт определяется датой их покупки.

На графиках 1 и 2 ниже представлена динамика цены Облигаций. Как видно из этих графиков, Облигации котировались ниже номинала задолго до объявлений о реструктуризации. Первое сообщение о планируемой реструктуризации датируется 10 апреля 2019 года. (См. график раскрытия информации по реструктуризации в таблице 7 ниже.) Перед этой датой Облигации серии 01 котировались за 40% от номинала, а серии 02 – по 9–10%. Иными словами, они потеряли значительную часть своей стоимости до объявления о реструктуризации.

Даже котировки в 65% от номинала, наблюдавшиеся в октябре 2018 года на рынке Облигаций серии 01, дают 28%-ную годовую доходность к погашению, что является очень высокой доходностью и свидетельствует о том, что финансовый рынок понимал, что Эмитент и Авиакомпания находится в преддефолтном состоянии. Котировки Облигаций серии 01 в размере 40% от номинала, наблюдавшиеся непосредственно перед 10 апреля 2019 года, дают 98%-ную годовую доходность к погашению. Такая доходность означает, что рынок считал дефолт по данным Облигациям практически неизбежным, а по Облигациям серии 02 – тем более.

Рис. 1. Котировки Облигаций серии 01, % от номинала (по ценам закрытия).



Источник: www.moex.ru.

Рис. 2. Котировки Облигаций серии 02, % от номинала (по ценам закрытия).



Источник: www.moex.ru.

Таблица 7. Хронология раскрытия информации касательно реструктуризации Облигаций

Дата	Раскрываемая информация
10.04.2019	Предварительные условия реструктуризации Облигаций
18.06.2019	Условия реструктуризации Облигаций; информация о проведении общих собраний владельцев облигаций Финанс-Авиа с повесткой дня, в том числе: О согласии на заключение представителем владельцев Облигаций от имени владельцев Облигаций соглашений о прекращении обязательств по Облигациям новацией, а также об утверждении условий указанных соглашений
17.07.2019	Информация о проведении общих собраний владельцев облигаций Финанс-Авиа с повесткой дня, в том числе: О согласии на заключение представителем владельцев Облигаций от имени владельцев Облигаций соглашений о прекращении обязательств по Облигациям новацией, а также об утверждении условий указанных соглашений
18.07.2019	Информация о планируемой дате подписания соглашений о новации
29.07.2019	Информация о заключении соглашений о новации

Источник: www.e-disclosure.ru.

Кроме того, 31.01.2019 года Эмитент допустил просрочку в исполнении обязательства по выплате купонного дохода по Облигациям серии 01 по шестому купонному периоду (дата начала 31.07.2018, дата окончания 31.01.2019) в размере 186 996 992 рублей. При раскрытии информации о неисполнение обязательств эмитента перед владельцами его эмиссионных ценных бумаг в качестве причины неисполнения Эмитентом было указано: «отсутствие на расчетном счете эмитента денежных средств в необходимом для исполнения обязательств размере»⁹. Эмитент выплатил указанный купонный доход двумя платежами 04.02.2019 и 07.02.2019¹⁰. При раскрытии информации о выплаченных доходах по эмиссионным ценным бумагам в качестве причины неисполнения обязательства в полном объеме также Эмитентом было указано: «отсутствие на расчетном счете эмитента денежных средств в необходимом для исполнения обязательств

⁹ <https://e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=2KogbCzAJEORZBqGEkF-A3g-B-B>

¹⁰ <https://e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=hEWI9SIXUWXoEtUsO-CObg-B-B>
<https://e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=-CjgUWta3e0u-Aa765rNSiwQ-B-B>

размере»¹¹. Указанное дополнительно подтверждает то, что по состоянию на 31.01.2019 как у Авиакомпании, так и, соответственно, у Эмитента уже имелось существенное ухудшение финансового положения, которое отразилось на исполнении Эмитентом обязательств перед владельцами Облигаций серии 01, что свидетельствовало о возможных будущих неисполнениях (дефолтах) по Облигациям.

Из проведенного анализа цен Облигаций можно сделать два вывода. Во-первых, рыночные цены на Облигации в течение девяти месяцев, предшествовавших реструктуризации, свидетельствуют о том, что, по мнению рынка, вероятность дефолта по Облигациям была очень высокой и росла по мере приближения даты реструктуризации. Это свидетельствует о том, что потеря стоимости Облигаций была вызвана объективным фактором – ухудшением финансового положения Авиакомпании и Эмитента, а не фактом реструктуризации.

Во-вторых, существует высокая вероятность того, что инвесторы – владельцы Облигаций вложили в покупку Облигаций существенно меньше средств, чем их номинальная стоимость, понимая при этом, какие риски они на себя берут.

По результатам проведенного экономического анализа специалист пришел к выводу, что тезисы о том, что условия реструктуризации Облигаций и соглашений о новации от 29.07.2019 экономически несправедливые, обременительные, невыгодные и аномальные для владельцев облигаций, не являются верными и экономически обоснованными.

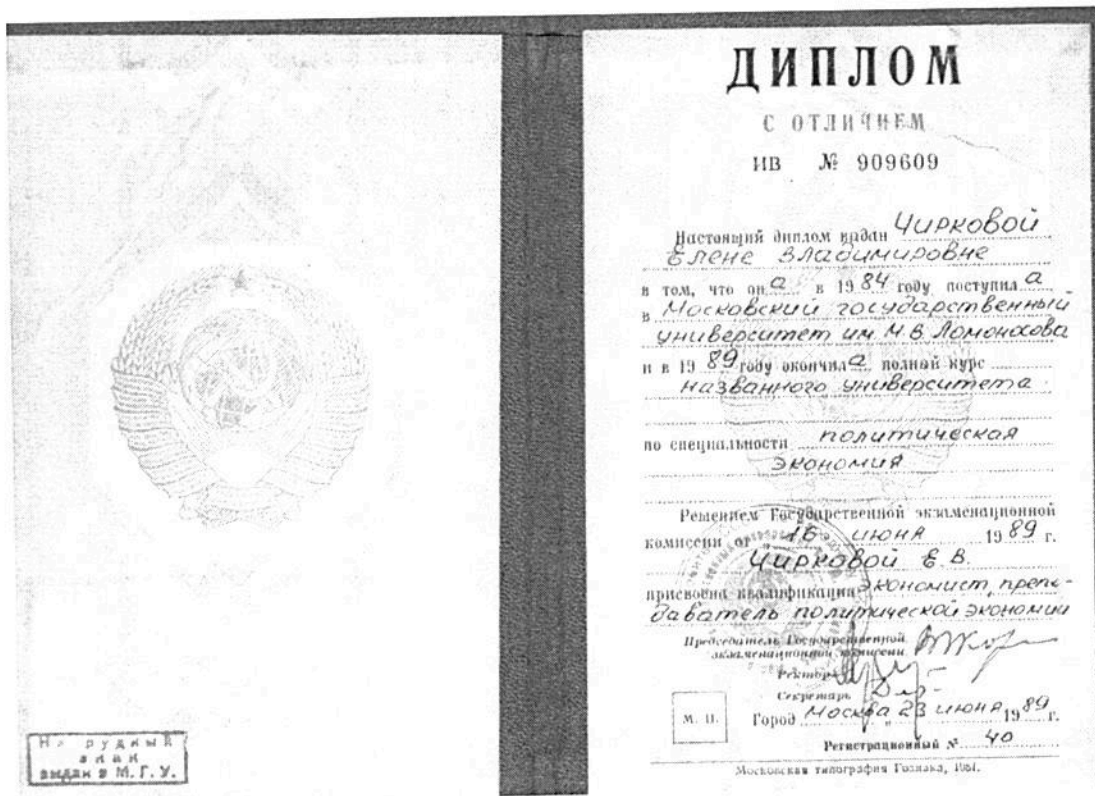
Чиркова Елена Владимировна



Кандидат экономических наук,
Доцент Школы финансов
факультета экономических наук
НИУ «Высшая Школа Экономики»

¹¹ <https://e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=hEWI9SIxwUWXoEtUsO-CObg-B-B>

Приложение. Документы об образовании и повышения квалификации специалиста



ДИПЛОМ
КАНДИДАТА НАУК

КТ № 010290

Москва 21 июля 1985г.

Решением

диссертационного совета
Московского гос. университета,
ул. М.В. Ломоносова,

от 16 февраля 1985 г. № 1
Шурковой Елене Владимировне
ПРИСУЖАЕНА УЧЕНАЯ СТЕПЕНЬ

КАНДИДАТА
экономических наук



Председатель диссертационного совета
Ученый секретарь
диссертационного совета
И.И.

Certificate

AWARDED TO

Ms. E.V. Chirkova

UPON SUCCESSFUL COMPLETION OF THE COURSE

Financial Restructuring and IPOs

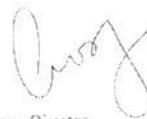
Amsterdam, October, 2004



Chairman Board of Governors



Managing Director



Program Director

Всего в Экономическом заключении специалиста 30 листов.



Чиркова Елена Владимировна