Макс Гутброд,
партнер,
юридическая фирма
«Бейкер и Макензи»

Константин Джимбинов,
партнер,
компания
«РБпартнеры»

ФИКТИВНЫЙ ДЕФОЛТ – это вопрос дискриминации инвесторов

С 1 ЯНВАРЯ 2008 ГОДА НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ПРОИЗОШЛО СВЫШЕ 100 ДЕФОЛТОВ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ, ТОГДА КАК ЗА ПРЕДЫДУЩИЕ ШЕСТЬ-СЕМЬ ЛЕТ НЕ НАБЕРЕТСЯ И ДЕСЯТИ. ОБЪЕМ НЕИСПОЛНЕННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ДОЛГАМ РОССИЙСКИХ ЗАЕМЩИКОВ СЕГОДНЯ СОСТАВЛЯЕТ БОЛЕЕ 300 МЛРД РУБ. ПРИ ЭТОМ ОТСУТСТВИЕ ВЫРАБОТАННОЙ СУДЕБНОЙ ПРАКТИКИ ПО ДЕФОЛТАМ И УЧАСТИВШИЕСЯ ПРИМЕРЫ НЕДОБРОСОВЕСТНЫХ ДЕЙСТВИЙ ДОЛЖНИКОВ СУЩЕСТВЕННО УСЛОЖНЯЮТ СИТУАЦИЮ С ВОЗВРАТОМ СРЕДСТВ.

Весной международная юридическая фирма «Бейкер и Макензи» совместно с российско-британской компанией «РБпартнеры», специализирующейся на обслуживании институциональных инвесторов, организовали Московский клуб держателей облигаций. О том, как бороться с фиктивными дефолтами, чего стоит ждать от регулятора, что даст инвесторам принятие закона об общем собрании облигационеров, мы поговорили с партнером «Бейкер и Макензи» Максом Гутбродом и партнером «РБпартнеры» Константином Джимбиновым.

Как вы относитесь к мнению о том, что закон об общем собрании облигационеров фактически сводит на нет возможности возврата долга для держателей небольших пакетов облигаций?

М. Г.: Без определения понятия «аффилированных лиц» эта инициатива создает серьезную угрозу для облигационеров: в законопроекте написано, что держатель 10% облигаций может инициировать созыв общего собрания облигационеров, на котором, например, можно поставить вопрос об изменении условий выплат по облигациям. Некоторые эмитенты уже сейчас предлагают держателям обменять старые облигации на новые, чтобы более 10% выпуска оказалось у них либо у аффилированных с ними лиц. На общем собрании также может быть принято решение не подавать иск к эмитенту, и этому решению будут вынуждены подчиниться все 100% владельцев облигаций. Законодателю необходимо уделить данному вопросу большое внимание, в противном случае держатели облигаций окажутся заложниками доброй воли эмитента.

Какие еще действия необходимы со стороны регулятора, на ваш взгляд, чтобы сдвинуть с мертвой точки ситуацию с дефолтами?

М. Г.: Главная проблема не в действиях регулятора, а в том, что у инвесторов нет достаточного опыта и стремления заниматься вопросами возврата долга. В российском законодательстве есть механизмы, которые позволяют защитить права держателей дефолтных облигаций, и регулятору следует поощрять инвесторов, активно вовлеченных в процесс возврата долга. В перспективе регулятору стоит задуматься над улучшением качества раскрытия информации. Это не значит, что необходимо заставить эмитента раскрывать больше информации, напротив, она должна быть более сжатой. Но стоит, к примеру, расширить возможности подавать иск к лицам, ответственным за раскрытие, в том случае если информация оказалась недостоверной, и требовать объяснения причин, по которым была распространена не соответствующая действительности информация.

Для чего был создан ваш клуб?

К. Д.: Отсутствие коллективной позиции держателей облигаций, необеспеченность облигационного долга, наличие других кредиторов в ряде случаев осложняется еще и недобросовестными действиями эмитента и нехваткой объективной информации о его текущем финансовом состоянии. Сегодня на российском рынке корпоративных облигаций кредиторы часто оказываются в позиции просителей. При этом эмитент и его консультанты доминируют на рынке, продавливая совершенно невыгодные для держателей облигаций условия реструктуризации. Практически всегда инвесторам предлагают без проверки представленной эмитентом информации согласиться с выдвинутыми условиями реструктуризации, аргументируя это тем, что в случае банкротства держатели облигаций вообще ничего не получат. На наших глазах происходит фактическое уничтожение российского рынка корпоративных облигаций. По сути, некоторые известные банки, консультирующие эмитентов, рубят сук, на котором сидят, так как, обеспечивая возможность эмитентам не платить по своим обязательствам, они фактически поощряют других заемщиков не выполнять свои обязательства перед кредиторами. Мы хотим эту ситуацию изменить.

Как выглядит стандартный алгоритм работы по проекту?

М. Г.: Основной задачей на первом этапе является подробное выяснение ситуации с дефолтом: сбор и анализ информации о финансовом и операционном состоянии эмитента, а также оценка его готовности к ведению переговоров. На основании полученных выводов определяется стратегия и вырабатывается предварительный план действий. В ряде проектов избираются индивидуальные действия одного кредитора, в других — формирование группы держателей облигаций — пула кредиторов. Далее предполагается два сценария. Условно назовем их «мирный» и «немирный».

При мирном сценарии стороны подписывают соглашения о конфиденциальности и договор, определяющий взаимоотношения пула кредиторов и эмитента — standstill agreement. Данное соглашение направлено на создание условий для реструктуризации обязательств должника. Подписав standstill agreement, эмитент обязуется предоставлять информацию, совершать определенные действия и не совершать «запрещенные». В свою очередь, кредиторы обязуются воздерживаться от предъявления исков и тем самым не инициировать процедуру банкротства. Далее начинается процесс проверки текущего финансового состояния эмитента и поручителей, а также предложенного бизнес-плана и условий реструктуризации. Для этого запускается процедура финансового, операционного и юридического due diligence эмитента и поручителей. По результатам проведенной проверки формируются предварительные условия и план реструктуризации. После его согласования всеми сторонами подписывается соглашение. Последним этапом является мониторинг выполнения согласованного плана погашения задолженности.

При отказе эмитента от взаимодействия или невозможности реструктуризации реализуется немирный сценарий с подачей исков, ходатайств об обеспечительных мерах, поиском выведенных активов и иными согласованными действиями, которые предусматривают возможное банкротство эмитента и поручителей и в случае наличия оснований — возбуждение уголовных дел против контролирующих лиц эмитента и поручителей.

Как проходит процедура проверки эмитента и в чем ее специфика?

К. Д.: Сразу же оговорюсь, что нет необходимости проводить все стандартные процедуры due diligence. Да на это и нет времени. Приходится в сжатые сроки концентрироваться на наиболее важных для кредиторов вопросах. Основная специфика — сочетание процедур классического due diligence и forensic обследования, в рамках которого выявляются факты потенциального вывода активов или иные возможные неправомерные действия эмитента. Основное внимание в процессе обследования уделяется денежным потокам эмитента, наиболее важным материальным активам, крупным сделкам и сделкам с аффилированными лицами, сомнительным решениям менеджмента за последний год. Оценивается способность эмитента исполнять свои обязательства в будущем. Далее консультант предоставляет кредиторам отчет о финансовом состоянии должника, на базе которого происходит совместная выработка условий реструктуризации.

М. Г.: Безусловно, встречаются некоторые должники, которые стараются любыми способами ничего не погашать кредиторам. Такие заемщики часто принимают решения о ликвидации компании-эмитента и компаний-поручителей, потом ликвидационные комиссии будут вынуждены инициировать процедуру банкротства. Действующее российское законодательство о банкротстве дает широкие основания для признания недействительными многих сделок, направленных на вывод активов. Результатом признания недействительными таких сделок должен быть возврат в компанию выведенных средств. По нашему опыту, арбитражные управляющие, даже неформально связанные с должником, вынуждены быть более объективными в случаях, когда кредиторы активно и профессионально контролируют процедуру банкротства. В связи с этим четкое понимание процедур банкротства и своих прав приобретает для кредиторов важнейшее значение.

Как вы относитесь к фиктивным дефолтам? Часто ли приходилось в вашей практике сталкиваться с подобными случаями?

М. Г.: Фиктивный дефолт — это вопрос дискриминации инвесторов. Мы не раз сталкивались с ситуациями, когда контролирующие лица компаний-должников умышленно выводят деньги из компании-эмитента. Так, например, одна аграрная группа объявила дефолт по нескольким выпускам облигаций, после чего подписала соглашение о реструктуризации с владельцами облигаций, а одновременно с этим перевела активы компаний-поручителей по облигациям на другие структуры, оформив их в залог по банковскому кредиту. Кредит при этом был использован не для выплат по облигациям и их выкупа, а для приобретения крупных земельных участков. Тем самым компания продемонстрировала полное пренебрежение к держателям облигаций. Отмечу, что в тех случаях, когда кредиторы стараются проверять информацию, предоставляемую должником, они получают лучшие условия по сравнению с держателями, которые верят заемщикам на слово.