«Рынок реструктуризаций в России стал более цивилизованным»

Райффайзенбанк — один из тех участников рынка, чье имя гарантированно можно встретить практически в каждой сделке по реструктуризации долгов для российских заемщиков. За последние 10 лет банк провел в качестве консультанта больше 15 кредитных и облигационных реструктуризаций. Главный редактор Cbonds Review встретился с исполнительным директором по рынкам долгового капитала Райффайзенбанка Олегом Корниловым и исполнительным директором по синдицированному кредитованию и структурированию Райффайзенбанка Антоном Кукобой и расспросил их, как поменялся российский рынок реструктуризаций за прошедшие годы, стоит ли ждать массовых дефолтов в ближайшие пару лет, в чем российские сделки реструктуризации уступают западным и что можно считать достижением российской практики реструктуризации долгов.

Антон КУКОБА,
исполнительный директор по синдицированному кредитованию и структурированию, Райффайзенбанк

Олег КОРНИЛОВ,
исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

— Как вы оцениваете текущее состояние корпоративных заемщиков? Растет ли количество запросов от компаний на реструктуризацию долгов?

Олег Корнилов: На рынке облигаций ситуация, на наш взгляд, более или менее стабильная. И ЦБ, и инвесторы сделали правильные выводы из истории последних десятилетий. Требования к риск-менеджменту довольно сильно ужесточались за эти годы. В результате сегодня структура эмитентов на долговом рынке представлена преимущественно высококачественными заемщиками. Поэтому в текущих условиях массовых дефолтов и реструктуризаций мы не ожидаем. Возможны точечные истории в третьем эшелоне с компаниями, которые могут рано или поздно попасть в сложное положение. Но в целом пока ситуация очень стабильная.

Антон Кукоба: На кредитном рынке ситуация схожая. Сейчас она более стабильная, чем в 2013–2014 годах. Мы надеемся, что реструктуризаций, которыми нам придется заниматься на стороне банка-организатора (то есть реструктурировать в том числе и проблемные долги своего банка), не будет вообще. В целом, качество кредитного портфеля банка это подтверждает. Если посмотреть на наших конкурентов и коллег по рынку, с которыми мы делаем совместные сделки на первичном рынке синдицированного кредитования, то там ситуация аналогичная. Резюмируя, можно сказать, что рынок в целом сейчас намного лучше, чем в прошлые годы. Банки стали более консервативными, и ЦБ им в этом помогает с точки зрения принятия риска.

Тем не менее отдельные кейсы, связанные с реструктуризациями, на рынке всегда есть. Мы знаем об этих проектах. К примеру, мы видели много мелких реструктуризаций, которые не выходили в публичное пространство и с которыми банки справлялись своими силами. Это не значит, что после проведения реструктуризаций банки избавлялись от проблем, заемщик вставал на ноги и начинал жить новой жизнью. Скорее, в этих случаях речь шла о том, что банки частично списывали долги и забирали активы. С 2013 года по настоящее время в банковском секторе скопилось очень много таких активов: недвижимость, сельхозугодья, которыми нужно управлять. А это серьезные издержки. В 2013–2014 годах долги были массово реструктурированы в долгую. Теперь банкам предстоит определиться с тем, пролонгировать эти обязательства дальше или частично брать на себя какие-то убытки.

— Для банков это серьезная проблема?

А.К.: Для некоторых банков это действительно проблема. Но с учетом того, что сейчас происходит в банковском секторе (я имею в виду в первую очередь увеличение доли государства на этом рынке и усиление роли ЦБ), мы просто не можем предсказать, каким образом Банк России — теперь в качестве не только регулятора, но и фактически собственника ряда финансовых институтов через Фонд консолидации банковского сектора — будет разбираться с этой проблемой. До начала массовой смены собственности мы представляли, как действуют те или иные банки в реструктуризациях и какова их логика при повторных реструктуризациях, понимали их отношение к инструментам реструктуризации. Кто-то хотел оставаться в кредите, кто-то частично переходил в облигации, как это было опционально в случае с ЧТПЗ, где мы предлагали обеспеченный кредит подлиннее, бонды покороче. Сейчас, думаю, проблемным заемщикам сложно понять, с кем вести диалог из руководства тех банков, которые попали в санацию или поменяли собственников. Также непросто понять, как будет вести себя ЦБ и с кем разговаривать банкам-кредиторам, которые потенциально готовы объединяться.

— У вас был опыт участия в подобных историях?

А.К.: У нас был проект реструктуризации, которая длилась очень долго — процесс занял около двух лет. И за эти два года у 4–5 банков — кредиторов заемщика отозвали лицензии со всеми вытекающими последствиями. Что значит для реструктуризации банк без лицензии? Это значит, что долги остаются в прежних графиках, то есть в просрочке. Невозможно принимать никакие решения о переносе сроков и подписании допсоглашений.

Представьте, у вас подписаны предварительные условия реструктуризации с определенными параметрами, потом банк меняет собственника, приходят новые люди, которые начинают заново изучать кейс, разбираться в ситуации и в результате могут кардинально изменить решения по некоторым кредитам и условиям. Так бывает...

— Как бы вы определили основные тенденции российских реструктуризаций: стали ли более продвинутыми модели и структуры, которые используют кредиторы и заемщики?

О.К.: Прежде всего, появился такой институт, как общее собрание владельцев облигаций (ОСВО). Все решения стали приниматься централизованно. Еще 5–10 лет назад, нам приходилось с каждым держателем договариваться индивидуально. В результате реструктуризации, как правило, были частичными — в процентах от выпуска. Нам важно было уговорить большинство, а те, кто был не согласен с условиями, отправлялись в суд или пытались договориться с эмитентом иными способами. Сейчас процесс обрел более цивилизованные формы, как во всем мире.

Если брать коммерческие условия, то они стали жестче. Сроки реструктуризаций удлиняются. В нескольких проектах мы впервые использовали такое понятие, как экономическое списание. Ведь инвесторы традиционно очень плохо относятся к ситуациям, когда долг просто списывается. Поэтому были предложены формы своего рода длинного займа с низкими или близкими к нулю купонами. Фактически это означает списание, но такие формы более комфортны для инвесторов. Ковенанты в реструктуризациях использовались и раньше, продолжают применяться и сейчас, но здесь есть свои нюансы законодательства. Например, в кредитных историях можно предусмотреть ковенанты, согласно которым ставка зависит от показателя долг/EBITDA. В бондах с учетом регулирования такие условия невозможны, так как купон должен быть независим от эмитента. В результате в ряде случаев мы были вынуждены прописывать все ковенанты за пределами эмиссионных документов,

В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ КОММЕРЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ ОБЛИГАЦИОННЫХ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЙ СТАЛИ ЖЕСТЧЕ

регулировали реструктуризацию офертами, которая служила дополнительным усилением структуры. Но в силу того что это оформлялось за пределами проспекта, возникал дополнительный риск, что часть инвесторов может такие условия оспорить.

Еще одна тенденция последних лет — существенное увеличение доли физлиц в бондах. Это заметно и на первичном рынке: мы видим, что частные инвесторы всё активнее заходят в облигации. В основном речь идет про хорошие имена. Но пока доля частных инвесторов на первичке не превышает 5–10% от выпуска. В реструктуризациях, когда доходности бумаг превышают 100%, в выпуски приходит очень много спекулятивных частных инвесторов. Таких владельцев в выпуске могут быть тысячи, при этом они, как правило, владеют небольшими пакетами. И эмитенты, и ЦБ должны эти факторы учитывать: по нашему опыту, такие инвесторы голосуют за принятие условий реструктуризации очень плохо. К примеру, в выпуске ТГК-2 у нас было 1000 физлиц, но проголосовали в ходе реструктуризации не больше 10. Это не является проблемой, когда доля физлиц в выпуске совокупно не превышает 10% займа. Но когда она больше 25% (у нас было такое в ряде реструктуризаций), по действующему законодательству сделка вообще не может состояться. Если физлица не проголосуют, ты ничего не можешь сделать для эмитента. При этом объемы частных денег на рынке возрастают. Чем меньше заем, тем, соответственно, больше доля физлиц в процентном отношении.

У ВСЕХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ПОДХОД К РИСКУ В РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯХ ОДИНАКОВЫЙ: ОНИ НЕ ГОТОВЫ УВЕЛИЧИВАТЬ РИСК НА ПРОБЛЕМНОГО КЛИЕНТА

— Как можно влиять на эту ситуацию?

О.К.: Мы видим две возможности. Первая — разработать удобную форму для голосования. Это может выглядеть следующим образом: брокер присылает клиенту через систему на блокчейн форму для голосования «Да/Нет», клиент голосует, после этого брокер подает электронное поручение в НРД. Это было бы удобно для всех, так как позволило бы исключить ненужный бумажный оборот и сделать процесс максимально прозрачным.

Второе решение проблемы: пересмотреть требование о 75% выпуска и ввести понятие кворума. С одной стороны, частные инвесторы, конечно, менее защищены, чем институциональные. С другой стороны, они должны понимать ответственность. Если кворум соблюдается, тогда какая-то доля от этого количества голосов является решающей, как, например, на рынке евробондов. Требование о 75% выпуска очень жесткое и мало где используется. Если оно будет пересмотрено, это позволит инвесторам лучше осознавать свои права и обязанности и более ответственно подходить к инвестированию.

— Для вас как для агента по реструктуризации увеличение доли физлиц создает дополнительные сложности?

О.К.: Чем больше физлиц, тем сложнее их найти просто физически. У нас накоплена огромная база за десятилетия, большую часть активных частных инвесторов мы знаем, но, по моим ощущениям, это только 10–15% этого рынка. Состав инвесторов постоянно меняется, и просто физически тяжело выйти на связь с этими людьми. Доходило до смешного: нашим сейлзам приходилось разыскивать держателей через Facebook, Instagram и так далее. Надо понимать, что это огромный объем работы, которая еще и не всегда приносит какой-то реальный результат. Появление электронного кабинета значительно упростило бы процесс: сейчас практически у всех брокеров есть электронная цифровая подпись, поэтому голосование среди держателей может быть организовано достаточно просто.

А.К.: В реальности сделками реструктуризации действительно интересно заниматься. Понятно, что это довольно нервный процесс, сейчас мы вспоминаем об этом с улыбкой, но в разгаре этой работы всем, конечно, не до смеха. Над такими проектами работает большая команда: одни занимаются оформлением документов, другие помогают заемщику с оформлением госгарантий, третьи готовят материалы для прохождения межведомственной, правительственной комиссии и так далее. А одновременно с этим успех всей этой кампании зависит от того, смогут ли коллеги-сейлзы найти физлиц, в том числе через соцсети, и уговорить их согласиться на единые комплексные условия. Мы считаем, что единственно верный способ сделать реструктуризацию комплексно — реструктурировать все долги. Бонды, кредиты, лизинг, факторинг — весь набор инструментов. Если мы беремся за работу, то говорим, что мы должны рестуктурировать весь долг.

— Можно ли сказать, что более цивилизованной стала и практика реструктуризации кредитов?

А.К.: Да, соглашусь с тем, что рынок и подход банков к процессу реструктуризации стали более цивилизованными. Здесь

работает принцип обучения на практике. Основные участники реструктуризаций сегодня уже понимают и готовы (без привлечения консультантов) организовывать собрания кредиторов, протоколировать встречи, выбирать координатора. К сожалению, законодательство не совсем поспевает за рынком в этом отношении. Но это отдельный вопрос. Западный опыт, который консультанты как раз привнесли в российские сделки, банками был принят — в части собрания кредиторов, в части желания объединять усилия в формате клубной сделки или синдиката. Но на процесс все еще сильно влияет специфика российского рынка: здесь каждый банк по-прежнему сам за себя. Даже если он подтверждает готовность участвовать в синдикате или подписать межкредиторское соглашение, он все равно отстаивает свои интересы, тянет одеяло на себя, утверждает, что его взаимоотношения с клиентом самые специфические и те обещания, которые были ему даны ранее, должны выполняться. Другие кредиторы его мало интересуют, особенно если это подкрепляется тем, что вышеупомянутый банк является обеспеченным кредитором. Обеспечение, как вам известно, продолжает играть одну из важных ролей в переговорном процессе. Поэтому отличие сегодняшнего рынка от того, в котором нам приходилось работать в 2010–2015 годах, заключается в том, что заемщику и тем банкам, которые готовы соглашаться на единые условия, становится гораздо тяжелее убеждать таких кредиторов. Если мы с вами будем обсуждать некий теоретический кейс, то сейчас гораздо сложнее будет уговорить банки зайти в синдикат, будет невозможно убедить обеспеченные банки поделиться своим обеспечением с теми необеспеченными кредиторами, которые согласятся уйти в длину в формате синдиката. Последний раз, когда банки это делали — скидывали залоги по двусторонним линиям в единый пул и управляющий залогами держал их как обеспечение в пользу синдиката, — это были крупные реструктуризации с госгарантиями, а одно из требований в рамках госгарантий — наличие единой залоговой массы. Разумеется, банки стремились получить госгарантию под будущую реструктуризацию и делились своими залогами с теми кредиторами, которые в момент реструктуризации были необеспеченными. Это была вынужденная мера.

Сейчас ситуация поменялась. Мы видели реструктуризации без госгарантий, где банки соглашаются зайти в реструктуризацию, в синдикат, но оставляют при себе свои залоги. И это тоже работает. Такую сделку мы делали, просто она менее эффективна с точки зрения дальнейшего управления процессом, особенно если случается повторная реструктуризация.

— Как вы считаете, в чем состоит главное завоевание этого рынка последних лет?

А.К.: С нашей точки зрения, главным достижением за последние годы стало то, что и банки, и заемщики начали понимать, что в процессе реструктуризации нужен независимый арбитр в виде консультанта либо на стороне кредиторов, либо на стороне заемщика. Заемщики в целом готовы за это платить. У нас было несколько сделок, когда нас рекомендовали не только кредиторы, но и заемщики. Те банки, кто прошел сделки с участием консультантов, понимают, что они получают хорошую добавленную стоимость в виде максимизации recovery и минимизации потерь.

— Сложнее или проще стало сейчас выстраивать диалог с заемщиком? Сталкиваетесь ли вы с ситуациями «экстремизма» со стороны эмитентов? Были ли случаи, когда разыскивать по соцсетям приходилось акционеров, например?

О.К.: На мой взгляд, «шальные эмитенты» на рынке облигаций закончились еще в 2008–2009 годах. Для того чтобы созрели новые, должно появиться несколько условий. Во-первых, на рынке должен быть очень высокий уровень ликвидности, большой объем горячих денег в системе. А уровень доходностей, наоборот, должен быть низким. Сейчас ситуация пока такова, что свободных денег в системе особо нет. При этом на рынке есть много приличных альтернатив для вложений.

Хотя периодически появляются выпуски коммерческих облигаций, которые НРД регистрирует без проспекта. Ставки по ним высокие — на уровне 15–17%. Какие-то сделки идут постоянно. Вполне возможно, что через какое-то время в таких выпусках будут появляться отдельные кейсы.

Возвращаясь к вашему вопросу: если клиент сам не заинтересован в реструктуризации, то провести ее будет тяжело. Мы с такими кейсами просто не работаем. Гораздо чаще приходится сталкиваться с ситуациями, когда бывает сложно совместить интересы эмитента и инвесторов. Владелец крупного пакета, к примеру, может до последнего тянуть с решением, требовать себе дополнительные преференции. Это проблема, с которой сталкивается любая реструктуризация. Но у нас большой запас терпения, мы убеждаем снова и снова, что оптимальный вариант — согласиться на общие условия без всяких дополнительных обязательств. Тем не менее многие инвесторы по-прежнему пытаются этим пользоваться, до последнего откладывая голосование.

А.К.: Надо сказать, что у многих это получается. В конечном счете таких кредиторов приходится «выкупать» или делать исключения по условиям. Знаете, в чем заключается основная сложность? Вне зависимости от того, говорим мы про иностранные банки, российские частные коммерческие банки либо госбанки, у всех участников рынка подход к риску в реструктуризациях одинаковый: они не готовы увеличивать риск на проблемного клиента. Крупный кредитор во избежание банкротства заемщика готов подписаться под реструктуризацией, но практически невозможно уговорить этого кредитора в проблемном кейсе увеличить задолженность на проблемного клиента за счет выкупа долга того банка, который не соглашается на реструктуризацию и угрожает банкротством. Именно поэтому процесс реструктуризации идет по нескольку лет: очень много времени уходит на убеждение сторон.

Я считаю, что любая реструктуризационная сделка должна «вызреть». На первом этапе боится заемщик, ведь ему нужно занимать какую-то жесткую конструктивную позицию по отношению к кредиторам. И одновременно кредиторы пока еще не до конца понимают, что это их проблема. Потом наступает период, когда необходимо убедить всех, что реструктуризация началась и нужно принимать решения. Естественно, идет негатив по отношению к заемщику и по отношению к консультанту, который работает на его стороне. Потом идет обсуждение конкретных условий. И наконец, подписание документации и работа по оформлению залогов, которая по комплексным сделкам занимает около полугода. Естественно, в течение всего этого времени компания должна продолжать работать. Процесс

реструктуризации не должен отвлекать руководство компании от основной деятельности, чтобы она смогла генерировать EBITDA и продолжать платить по долгам, которые стали проблемными. Иногда банки об этом забывают и требуют, чтобы компания все бросила и занималась только подготовкой справок, общением с банками и так далее. Поэтому в сделке и нужен консультант, чтобы можно было поручить ему всю эту работу. А компания должна заниматься своим бизнесом.

— В чем принципиальное отличие западной практики реструктуризации публичного долга от российской, на ваш взгляд?

А.К.: Мы можем отметить некоторые подходы, требования, пожелания, идеи от иностранных банков в рамках комплексных реструктуризаций российских долгов. В целом, это другой мир, другой стиль ведения переговоров, другие подходы к обсуждению в рамках собрания кредиторов. Единственный принципиальный момент, который в лучшую сторону отличает западную практику от российской, — наличие standstill agreement — соглашения о приостановлении действий по взысканию задолженности. В российском праве standstill agreement по сути превращается в понятийные договоренности, изложенные на бумаге. Это все равно что мы с вами обменяемся сообщениями по электронной почте — в суд с этим идти нельзя, при банкротстве никто всерьез этот документ воспринимать не будет. В английском праве standstill agreement, напротив, четко работает. Комитет кредиторов — это не кружок по интересам и не собрание товарищей по несчастью, а работающий механизм. Понятие intercreditor agreement — межкредиторское соглашение — относительно недавно появилось в Гражданском кодексе. Это уже важный шаг. Но с учетом того что это соглашение может быть оспорено в рамках дела о банкротстве одного из кредиторов как сделка с предпочтением, а также поскольку оно не изменяет порядок проведения процедур и очередность удовлетворения требований кредиторов, установленных законодательством о несостоятельности, то возникает вопрос о его работоспособности.

О.К.: В любых реструктуризациях — что на Западе, что в России — во главу угла всегда ставится здравый смысл, он одинаково хорошо работает и там, и здесь. Разумеется, у банков и компаний на Западе накоплен намного более обширный опыт бондовых реструктуризаций, чем в России. По большому счету, то, что мы видели в России до сих пор, — это довольно простые реструктуризации облигационных выпусков, связанные с удлинением сроков. Более сложные конструкции, например конвертация части долга в акции, на нашем рынке пока не использовались, потому что сами инструменты, которые размещают эмитенты, довольно простые. На западном рынке арсенал инструментов богаче, да и накопленный объем задолженности намного больше. Поэтому и варианты действий для эмитентов и инвесторов значительно шире.

Надо сказать, что в России, к счастью, пока никто из инвесторов на реструктуризациях большие деньги не терял. На Западе инвестор должен намного тщательнее разбираться в инвестициях, особенно если покупает высокодоходные облигации. В свое время изучал для себя американскую угольную промышленность: эти компании накопили очень много обеспеченного долга, кроме того, выпустили большой объем необеспеченного долга в виде облигаций. Когда цены на уголь упали, большая часть заемщиков попала в банкротство. По итогам банкротства обеспеченные кредиторы стали контролирующими акционерами этих компаний, а необеспеченные все деньги потеряли. Речь шла о десятках миллиардов долларов. В России такого никогда не было. Если посмотреть исторически, все реструктуризации (по крайней мере те из них, где мы выступали в качестве консультантов) были положительными для инвесторов. Обычно если реструктуризация проводится по адекватным рыночным условиям, то бумага довольно быстро восстанавливается в цене к номиналу.

У нас был довольно показательный пример с реструктуризацией займа для ТГК-2. У компании был кассовый разрыв, возникла необходимость заем удлинить. В то время по компании выходили позитивные новости: поменялись акционеры, усилился менеджмент, шел активный переговорный процесс с кредиторами. Мы предложили инвесторам удлинить заем на два года по ставке 12%. На тот момент это была хорошая ставка, выше справедливых рыночных уровней. Но большая часть инвесторов согласилась удлинить выпуск только на полгода. Сделка состоялась, это было хорошо для компании. Но экономически инвесторы приняли довольно сомнительное решение: учитывая то, что ставки в тот момент сильно падали, они могли себе зафиксировать более высокий купон в компании, которая явно показывала хорошую динамику. Сейчас для них было бы намного лучше сидеть в длинной бумаге, чем в короткой. Но так как горизонт инвестирования у большинства инвесторов короткий, они чаще склоняются к краткосрочным решениям либо предпочитают отодвинуть проблемы уж совсем далеко.

— Можно ли сказать, что в России есть рынок услуг по организации реструктуризаций для публичных заемщиков: вы с высокой конкуренцией со стороны коллег сталкиваетесь?

А.К.: Я бы выделил три категории консультантов, работающих на этом рынке. Первая категория — это так называемые «хирурги». Речь идет о ситуациях, когда вылечить компанию не получилось и нужно «оперировать», — это скорее управляемое банкротство. Эти же компании предоставляют банкам-кредиторам свои услуги по операционному контролю.

Вторая категория — представители большой четверки аудиторских и консалтинговых компаний. В их случае речь идет не про договоренности с кредиторами и не про выработку структуры реструктуризации. Эти компании зачастую привлекаются банками-кредиторами в рамках реструктуризации, чтобы подготовить модель, проконтролировать, что в процессе реструктуризации компания не тратит деньги, например, на спонсорство футбольного клуба, а аккумулирует их на счете, чтобы хотя бы частично платить кредиторам проценты. Часто мы рекомендуем привлекать эти же компании в качестве консультантов в рамках уже существующей сделки реструктуризации, чтобы они подтверждали правильность расчета сертификата по соблюдению финансовых ковенантов, чтобы они с какой-то периодичностью подтверждали правильность модели и правильность расчета механизма cash sweep, когда часть свободного денежного потока, полученная от производственной деятельности, направляется на

досрочное погашение обязательств. Про его действенность можно спорить, тут все зависит от желания клиента выполнять взятые на себя обязательства уже после реструктуризации. На стороне клиента с такими механизмами как раз легче с кредиторами обсуждать ставку.

Третья категория — консультанты, которые помогают обеспечить комплексность, выстроить переговорный процесс и координировать сделку на стороне заемщика. Среди банков мы, пожалуй, единственные, кто этим занимается. Есть банки-эксперты, которые занимаются реструктуризациями на стороне кредиторов.

О.К.: В части облигационных реструктуризаций сложно говорить про конкурентов. Обычно мы заходим в сделку, если у нас нет этой бумаги на позиции, стремимся сознательно избегать конфликта интересов. Быть кредитором и вести переговоры — дело неблагодарное. У инвесторов могут возникать вопросы. Зачастую бывает, что проблемный эмитент смотрит на список владельцев своих бумаг, видит там кредиторов, у которых есть свои DCM-дески, и предлагает им выступить в качестве координаторов всего процесса.

Надо понимать, что такой кредитор хочет в первую очередь защитить себя как инвестора, а во-вторых, стремится закрыть сделку максимально быстро. За все это в конечном итоге платит эмитент. Опыт показывает, что в этом случае итоговые условия реструктуризации оказываются хуже для заемщика, чем в случае привлечения независимого консультанта. Разница порой достигает нескольких процентов годовых, что довольно существенно, особенно для реструктуризации в длину. Роль независимого банка как раз в том и состоит, чтобы встать на сторону эмитента и договориться с большей частью инвесторов на максимально комфортных для заемщика условиях.

Кроме того, важно, чтобы команда банка была заточена на работу с реструктуризациями, так как трудозатраты по такой сделке раз в десять больше, чем при обычном размещении облигаций. Естественно, это должно находить отражение в стоимости. Не у всех команд есть возможность заниматься такими проектами. Если идет реструктуризация, а у банка параллельно несколько сделок по первичному размещению, физически невозможно заниматься и тем и другим. Поэтому заемщики, которые нанимают на сделку реструктуризации только банки-кредиторы, по факту сильно переплачивают.

— А какова сейчас экономика этого процесса?

А.К.: Те кредиторы, кто давно на этом рынке, понимающие механику процесса организации сделки реструктуризации и знающие, как это сложно, никогда не спорят об условиях работы консультанта и не пытаются влиять на заемщика в этой части. Банкам и заемщикам, которые первый раз оказываются в процессе реструктуризации, затраты на консультанта первоначально кажутся весьма существенными, зачастую они не понимают, за что платят.

Как вы думаете, каким должен быть гонорар консультанта, который договорился о реструктуризации долга на десятки миллиардов с экономическим списанием 60% этого долга так, что они выплачиваются через 12 лет буллетом, при этом весь период по этому объему заемщик платит кредиторам ставку в размере 0.01% годовых? Экономия средств для заемщика колоссальная!

С нашей точки зрения, рынок вознаграждений справедлив. У любого консультанта есть тот минимум, который он хотел бы зарабатывать с учетом того, что реструктуризация занимает в лучшем случае шесть месяцев. Мы считаем, что гонорар правильно считать от объема долга, который реструктурируется на определенных условиях. Если в процентном отношении от объема долга результат меньше нашего условного минимума, мы просто не возьмемся за такую сделку. Работать ниже рынка не правильно.

Основной принцип, который, как мне кажется, отличает нас от других банков, консультантов, заключается в том, что мы работаем только за success fee и считаем, что это правильно. Success fee в нашем случае составляет 99% от комиссии по факту реструктуризации и подписания юридически обязывающей документации.

— Какой кейс, связанный с реструктуризациями, вы бы назвали наиболее ярким за последние годы?

О.К.: Для нас это была сделка по реструктуризации облигаций «Ютэйр». Речь шла про 10 выпусков облигаций, у всех были разные владельцы, где-то более концентрированно, где-то менее. Мы провели сделку, организовав голосование по 10 выпускам в рекордные сроки. В какой-то степени это была уникальная ситуация. Во многих отношениях сделка стала прорывной для рынка. К примеру, это один из первых случаев, когда в структуре было предусмотрено вышеупомянутое экономическое списание.

А.К: Согласен с тем, что реструктуризация «Ютэйр» стала одной из самых ярких сделок. Это был ноябрь 2015 года. Добавлю, что это была комплексная реструктуризация. Мы переупаковали долг в формате синдиката и облигаций. Под синдикат была получена госгарантия. В периметр реструктуризации вошли валютные и рублевые кредиты. Валютные кредиты нужно было заранее превратить в рублевые, чтобы заемщик мог получить под них госгарантию. Кроме того, у компании также были другие инструменты фондирования, которые тоже нужно было расшивать и договариваться. Отдельно имелся огромный долларовый лизинговый портфель, который для компании вырос фактически в два раза из-за курса. Нам пришлось участвовать в переговорах с лизинговыми компаниями и увязывать итоговые условия по лизингу с договоренностями с кредиторами.

Мы собрали синдикат из 11 банков. Это был очень разный состав кредиторов, включая как крупнейших игроков, так и мелкие банки. Синдикат был оформлен в российском праве. Комплексность и сложность сделки заключалась еще и в том, что реструктуризация была невозможна без уплаты кредиторам и бондхолдерам определенного down payment, чтобы они согласились уйти в длину на предложенных условиях реструктуризации. Эти деньги неоткуда было взять в компании. Поэтому часть сделки по реструктуризации фактически представляла собой M&A — компания привлекла средства от сторонних инвесторов. Средства частично шли на погашение коммерческой задолженности за топливо, ремонты, платежи аэропортам и так далее. Другая часть привлеченных средств была направлена на down payment. Он был предварительным условием реструктуризации по облигациям, был зашит в синдикат и увязан с подписанием юридически обязывающих документов по лизингу. С учетом сложности всего проекта, думаю, на долгие годы данный кейс останется одним из самых интересных и продвинутых на рынке.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**