Виктор Юзефович,
юрист практики «Арбитраж. Конфликты. Судебные споры», юридическая фирма «Вегас-Лекс»

С реструктуризацией и БЕЗ...

ЭТУ СТАТЬЮ МЫ РЕШИЛИ ПОСВЯТИТЬ СРАЗУ ДВУМ «ПРОБЛЕМНЫМ» ЭМИТЕНТАМ: ООО «ИНКОМ-ЛАДА» И ОАО «ЛИПЕЦКИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ ЗАВОД «СВОБОДНЫЙ СОКОЛ». ПОСЛЕДНЯЯ НАШЛА В СЕБЕ СИЛЫ И УЖЕ «ПОЧТИ ВЫШЛА» ИЗ ДЕФОЛТА, О ЧЕМ ПУБЛИЧНО ДАЕТ ЗНАТЬ ВСЕМ УЧАСТНИКАМ РЫНКА, ТОГДА КАК ПЕРВАЯ ПРОСТО «ЗАМКНУЛАСЬ В СЕБЕ» И НЕ ВЫДАЕТ РЫНКУ АБСОЛЮТНО НИКАКОЙ ИНФОРМАЦИИ О ТОМ, КАКИЕ ШАГИ ПРЕДПРИНИМАЮТСЯ ДЛЯ ПОГАШЕНИЯ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО ОБЛИГАЦИЯМ И ПРЕДПРИНИМАЮТСЯ ЛИ ПОДОБНЫЕ ШАГИ ВООБЩЕ.

На декабрь 2008 года пришелся следующий после июня того же года пик погашений и оферт по облигациям. При этом, как отмечали некоторые участники рынка, принципиальные отличия декабрьской ситуации от июньской заключались в полной потере ценовых ориентиров на всех финансовых рынках и резком ухудшении кредитных характеристик существенной доли эмитентов[1].

ПАДЕНИЕ СОКОЛА

2 декабря число компаний, объявивших дефолт, пополнилось ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол», которое не смогло исполнить оферту по третьему выпуску своих облигациям. Объем неисполненного обязательства тогда составил порядка 1.2 млрд руб.

Эмитент не стал дожидаться, пока к нему начнут поступать иски инвесторов, и разместил на своем интернет-сайте документ под названием «Предложение по реструктуризации обязательств по облигациям ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол»[2]. Инвесторам предлагалось реструктурировать долг следующим образом: 10% безналичными денежными средствами в течение 10 дней с момента подписания соответствующего соглашения с держателями облигаций, а остальные 90% — процентными векселями ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол» со ставкой 21% годовых.

23 декабря 2008 года состоялось собрание владельцев облигаций «Свободный сокол-3» (протокол его также доступен на интернет-сайте эмитента[3]). По итогам собрания было принято решение о назначении квалифицированного агента из числа профессиональных участников рынка ценных бумаг, который будет аккумулировать все предложения и требования сторон, а также возьмет на себя обязательства по юридическому оформлению всех необходимых документов, в случае если стороны достигнут определенных соглашений.

1) *http://data.cbonds.info/comments/2008/35392/special081125d.pdf*
2) *http://www.svsokol.ru/new/html/emitent/obl/message_bc.pdf*
3) *http://www.svsokol.ru/new/html/emitent/obl/message_bd.pdf*

Однако, как оказалось, предложенные эмитентом условия сотрудничества категорически не устроили владельцев облигаций «Свободный сокол-3». В частности, 24 декабря 2008 года (то есть на следующий день после собрания) ОАО АКБ «РОСБАНК» обратилось в Арбитражный суд города Москвы с иском к ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол» и ООО «Черметтрейд», выступающему поручителем эмитента, о взыскании задолженности по облигациям в размере 101.35 млн руб.[4] 29 декабря 2008 года еще один инвестор (ОАО «НОМОС-БАНК») также обратился в Арбитражный суд города Москвы с аналогичным иском к ОАО «ЛМЗ «Свободный сокол» и ООО «Черметтрейд»; размер исковых требований составил почти 70 млн руб.[5]

Агентом по реструктуризации займа был назначен Райффайзенбанк, и уже 20 февраля 2009 года стало ясно, что эмитент реструктурировал долг по облигациям «Свободный сокол-3». Эмитент достиг соглашения о реструктуризации с более чем 25 владельцами облигаций на общую сумму свыше 910 млн руб. (из общей суммы облигаций, находящихся в обращении на рынке, в 1.03 млрд руб.) на следующих условиях:

- 20 февраля эмитент осуществил пропорциональный выкуп 20% облигаций, принадлежащих инвесторам. Следующий транш в размере 20% облигаций будет выплачен эмитентом в июне 2009 года. Оставшиеся бумаги компания будет погашать равными частями по 15% в сентябре и декабре 2009 года, марте и июне 2010 года.
- Ставка на четвертый купонный период установлена в размере 21% годовых, на 5–7 купонные периоды — 18% годовых.
- Компания приняла на себя дополнительные обязательства/ограничения (covenants) на привлечение новых кредитов, осуществление финансовых вложений, выплату дивидендов, предоставление поручительств, мораторий на инвестиционную программу и др.
- Overcom S.A. (трейдер, осуществляющий продажи продукции эмитента на экспорт) и ООО «ОЭУ Блок № 2 шахта «Анжерская-Южная» предоставили владельцам облигаций дополнительные поручительства в форме публичных безотзывных оферт, которые размещены на интернет-сайте эмитента и доступны для ознакомления любому инвестору[6].

Кроме того, с держателями облигаций на 120 млн руб. в ближайшее время будут заключены судебные мировые соглашения на аналогичных условиях. На данный момент информацией о заключении таких соглашений мы не располагаем.

Между тем, ОАО «НОМОС-БАНК», предъявившее эмитенту иск, касательно достигнутых условий реструктуризации отметило лишь «*явно «негативно-регрессивную» тенденцию, складывающуюся в решениях вопросов, связанных с реструктуризацией публичного долга. Первая «успешная» реструктуризация была проведена «ТОП-Книгой», и по ее условиям эмитент обязался в течение года полностью выкупить заем. Заметим, что у «Свободного сокола» такой срок «растянут» уже на 2 года*»[7].

НЕ ТО ЧТО НЕКОТОРЫЕ...

Несмотря на столь пессимистичные суждения, пример со «Свободным соколом» действительно во многом отражает название нашей рубрики и является «показательным» в плане добросовестности для многих «дефолтных» эмитентов — особенно таких, как ООО «АЛПИ-Инвест».

Компания допустила дефолт еще в августе 2008 года и от лица своего поручителя ОАО «АЛПИ» предъявила в Арбитражный суд города Москвы 26(!) «взаимосвязанных» исков, направленных на признание недействительными договоров купли-продажи облигаций, тем самым «заблокировав» дальнейшее движение по искам инвесторов. «Свободный сокол» с легкостью мог бы пойти по такому же пути, однако не сделал этого. И, скорее всего, не потому что его юристы не знакомы с техникой «затягивания» (блокирования) судебных процессов, а потому что выход с облигациями на публичный рынок — это не только ответственность компании перед владельцами ее облигаций. Это ответственность перед всем рынком, репутация компании и доверие всех инвесторов (в том числе потенциальных), растерять которые можно в один момент… К счастью, «Свободный сокол» все же пошел по пути сохранения доверия инвесторов и рынка в целом.

Безусловно, говорить о том, что обязательства перед владельцами облигаций эмитентом уже исполнены надлежащим образом, рано: реструктуризация долга закончится лишь в 2010 году. Да и в целом, идеализировать ситуацию со «Свободным соколом», по нашему мнению, нельзя: еще накануне оферты тот же Райффайзенбанк отмечал, что «*в перспективе для сохранения бизнеса компании, вероятнее всего, придется рассмотреть варианты продажи одному из крупных металлургических холдингов при государственной поддержке*». В сложившихся на данный момент условиях подобные прогнозы имеют свойство сбываться, особенно учитывая существующий «высокий уровень долговой нагрузки» и «низкий уровень рентабельности по чистой прибыли» эмитента[8]. Кроме того, ничто — даже заключенные соглашения о реструктуризации долга — не лишает владельцев облигаций «Свободного сокола» права на судебную защиту.

Этот фундаментальный и непоколебимый принцип российского законодательства не может быть перечеркнут даже самими инвесторами, которые могли «подписаться» под зачастую завуалированным условием о «непредъявлении исков» к эмитенту в период проведения реструктуризации.

Мы и дальше будем пристально следить за развитием событий, связанных с выполнением эмитентом обязательств в рамках проводимой реструктуризации долга по облигациям «Свободный сокол-3». На данный же момент выводы и суждения в отношении «Свободного сокола» можно завершить и перейти ко второму, не менее примечательному «герою» нашей статьи — «Инком-Ладе».

---

4) *http://www.msk.arbitr.ru/?id_sec=348&id=735575*
5) *http://www.msk.arbitr.ru/?id_sec=348&id=737168*
6) *http://www.svsokol.ru/new/html/emitent/obl.php*
7) *http://data.cbonds.info/comments/2009/36792/Daily_25_02.pdf*
8) *http://data.cbonds.info/comments/2008/35289/191108-bonds.pdf*

ХМУРИТЬСЯ НАДО

ООО «Инком-Лада» (далее — «Инком-Лада», эмитент) является основной операционной компанией группы «Инком-Авто», которая, в свою очередь, выступает одним из крупнейших розничных операторов автомобильного рынка. Как следует из кредитного обзора ФК «Уралсиб»[9], «*по показателям кредитной статистики и показателям бизнес-риска компания «Инком-Авто» уступает «Виктории» (*приводится сравнение с облигационным выпуском одноименной сети супермаркетов. — прим. авт.*), но обладает высокими кредитными качествами в сравнении с выпусками «Мира» и «Матрицы»*. На практике оказалось, что «качество» «Инком-Лады» как эмитента (а равно и бумаг этой компании) ничуть не лучше «Матрицы»: оба эмитента «в дефолте». Начиная с декабря 2008 года «Инком-Лада» успела «порадовать» инвесторов дефолтами по двум выпускам своих облигаций:

- 12 декабря 2008 года эмитент допустил дефолт по выплате купона по облигациям «Инком-Лада-3». Объем невыполненных обязательств тогда составил 54.84 млн руб.;
- 13 февраля 2009 года эмитент не исполнил оферту объемом 1.4 млрд руб. и не выплатил купон в размере 43.62 млн руб. по облигациям «Инком-Лада-2».

В настоящее время в производстве Арбитражного суда города Москвы находится 22 дела по искам различных кредиторов к «Инком-Ладе», включая иски банков о взыскании задолженности по кредитным договорам. Наибольший процент исков приходится на долю поданных владельцами облигаций «Инком-Лада». Общий объем предъявленных в судебном порядке требований на конец февраля составлял приблизительно 400 млн руб. и $7.3 млн. Первые иски инвесторов начали поступать в суд еще в ноябре 2008 года, а январь и февраль 2009 года стали самым активным в этом плане периодом.

Истцами, предъявившими в суд свои требования к «Инком-Лада», выступают как инвестиционные компании, так и банки. Среди истцов, в частности, фигурируют ОАО «Собинбанк», ОАО «Русские инвесторы», ЗАО «УК Тройка-Диалог», ОАО «НОМОС-БАНК», кипрская компания Erglis Limited, ОАО «Балтинвестбанк», ЗАО «УК Аналитический центр», ЗАО «МРК», ОАО «Банк Уралсиб», ООО «Пенсионная сберегательная компания» и ряд других компаний.

Первые иски инвесторов начали поступать в суд еще в ноябре 2008 года, а январь и февраль 2009 года стали самыми активными в этом плане месяцами. Сопоставление объема уже предъявленных требований с объемом неисполненных обязательств по облигациям «Инком-Лада-2» и «Инком-Лада-3» позволяет прийти к выводу о том, что к эмитенту будет предъявлено еще много исков.

Как будут развиваться события вокруг судебных разбирательств между эмитентом и инвестором, еще не совсем понятно: каких-либо активных действий в суде «Инком-Лада» не предпринимает. Возвращаясь к способам, которые используют некоторые эмитенты (в том числе АЛПИ), признавая все сделки по купле-продажи облигаций недействительными, надо сказать, что «Инком-Лада» еще не была замечена в реализации подобных мероприятий. Возможно, эмитент просто не видит смысла в таком противостоянии владельцам облигаций и банкам-кредиторам.

За несколько месяцев до дефолта «Инком-Лады» Промсвязьбанк опубликовал комментарий, из которого следовало, что «*для успешного погашения Группа рассматривает следующие варианты.*

1. Продажа 30–35% компании за $100–150 млн из расчета оценки всего бизнеса в $300–500 млн. Группа заявляет, что переговоры ведутся с одним стратегическим и двумя-тремя финансовыми инвесторами.

2. Привлечение длинного кредита под залог акций или выпуск конвертируемых облигаций.

3. Оптимизация бизнеса и сокращение издержек (позволят высвободить до $55 млн)»[10].

Причиной пассивного поведения эмитента, скорее всего, является то, что ни один из этих вариантов реализован не был (что было вполне предсказуемо в условиях резкого падения спроса на автомобили). Инвестиции в автомобильный бизнес сейчас мало кого интересуют.

В результате, так и не сумев найти инвесторов, которые поддержали бы компанию в условиях реструктуризизации долгов перед банками-партнерами, «Инком-Лада» оказалась в «предбанкротном» состоянии. Ведущие топ-менеджеры группы уже покинули свои посты, не желая «*участвовать в ликвидации холдинга*»[11]. Уже сейчас можно с уверенностью предположить, что введение процедуры банкротства в отношении ООО «Инком-Лада» и его поручителей будет означать невозможность получения владельцами облигаций надлежащего исполнения обязательств по этим облигациям, в том числе их номинальной стоимости, а также купона по облигациям «Инком-Лада-3» и «Инком-Лада-2».

Владельцы облигаций ООО «Инком-Лада» стали заложниками ситуации, очень похожей на ту, что имеет место с владельцами облигаций AirUnion. В частности, как и в случае с AirUnion, долг облигационеров «Инком-Лада» является необеспеченным; согласно законодательству о банкротстве требования владельцев облигаций находятся в третьей очереди, что провоцирует крайне низкую степень возмещения по такому долгу в случае введения конкурсного производства в отношении эмитента и его поручителей. И если у холдинга есть неисполненные обязательства перед налоговыми органами и существенная задолженность по заработной плате, львиная доля ликвидности эмитента уйдет в первую очередь именно на их погашение.

В более завидном положении по сравнению с владельцами облигаций находятся банки – кредиторы холдинга: порядка 65% активов группы «Инком-Авто» находится у них в залоге. Обращение взыскания на это имущество позволит этим банкам в значительной мере покрыть убытки, понесенные в результате неисполнения группой обязательств по кредитным договорам, которые выдавались последней в период самого активного ее развития — когда никто не предполагал такого развития ситуации на автомобильном рынке России.

Как показывает практика, после расчетов по «залоговым» обязательствам от компании мало что остается. В такой ситуации владельцы облигаций «Инком-Лады» могут уповать лишь на то, что контроль над компанией все же перейдет другому или другим стратегическим акционерам, которые и сумеют реструктуризировать долги компании.

---

9) *http://www.cbonds.info/all/rus/comments/view_comment.php/params/id/15662*
10) *http://data.cbonds.info/comments/2008/34941/311008-bonds.pdf*
11) *http://www.kommersant.ru/doc-rss.aspx?docsid=1097985*