Мансур Гусейнов,
вице-президент,
управление рынков долгового капитала,
МДМ-Банк

Операция «РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ»

В ТЕЧЕНИЕ 10 ЛЕТ ПОСЛЕ 1998 ГОДА ДЕФОЛТОВ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ПО ЕВРООБЛИГАЦИЯМ НЕ БЫЛО, А ПО РУБЛЕВЫМ БУМАГАМ ЭТИ СЛУЧАИ БЫЛИ ЕДИНИЧНЫМИ. С НАЧАЛОМ КРЕДИТНОГО КРИЗИСА В СЕРЕДИНЕ 2007 ГОДА И ПО МЕРЕ НАРАСТАНИЯ КРИЗИСНЫХ ЯВЛЕНИЙ В ЭКОНОМИКЕ США НАЧАЛСЯ СПАД НА ПЕРЕГРЕТЫХ СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ. С МАКСИМУМА В ИЮЛЕ 2008 ГОДА ЦЕНА НА НЕФТЬ УПАЛА ПРАКТИЧЕСКИ НА 70%. ЭКСПОРТНО ОРИЕНТИРОВАННЫЕ ЭКОНОМИКИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН, В ТОМ ЧИСЛЕ И РОССИИ, СТАЛИ ЗАМЕДЛЯТЬСЯ.

На международном рынке капитала значительно усилилось «бегство к качеству» — инвесторы начали сокращать участие в первичных размещениях и переключили свое внимание на наименее рисковые активы. Цены корпоративных облигаций на вторичном рынке стали падать. В течение 2008 года мы видели всего несколько «окон», когда инвесторы были готовы участвовать в новых выпусках еврооблигаций российских компаний.

Тем не менее, уже в середине года стало очевидно, что рынок изменился надолго. Доступ к международному рынку капитала, который был надежным источником финансирования для российских банков и компаний, фактически закрылся. Ввиду отсутствия «длинных» денег внутри страны и все по той же причине «бегства к качеству» российские банки начали ограничивать рост кредитных портфелей и снижать вложения в ценные бумаги. Все это привело к резкому сокращению возможностей найти рефинансирование как на международном рынке, так и внутри страны. Количество дефолтов в корпоративных рублевых и еврооблигациях стало стремительно увеличиваться, в конце 2008 года появились первые попытки реструктуризации публичного долга.

Мы можем выделить **две основные ситуации, когда заемщик проводит реструктуризацию своего долга**:

- вынужденная реструктуризация;
- реструктуризация, проводимая, когда заемщик способен в полном объеме выполнять взятые обязательства, но хочет пролонгировать заимствования, чтобы иметь возможность развивать бизнес (в том числе за счет приобретения активов по текущим привлекательным ценам).

На российском рынке есть эмитенты, которые развивались исключительно на заемные средства, а прибыль направляли на новые проекты или выводили из бизнеса. Дефолты по их облигациям и CLN оказались в числе первых на рынке. Реструктуризация долга таких компаний проходит весьма трудно из-за большого количества кредиторов, имеющих различные интересы и разный уровень обеспечения. Кроме того, стоимость компании-заемщика часто значительно меньше, чем объем ее долга.

Компании, ведущие достаточно консервативную долговую политику, находятся в лучшей ситуации. Однако в ряде секторов российской экономики, например в девелопменте, резкое падение спроса после замедления перегретого рынка значительно усилило влияние «кредитного кризиса». Компании вынуждены идти на реструктуризацию, а кредиторы, понимая, что их убытки в случае банкротства заемщиков будут очень существенными, готовы к переговорам.

Корпорации с высокой рентабельностью, долговая нагрузка которых осталась на приемлемом уровне даже с учетом снижения объемов продаж под влиянием кризиса, по-прежнему способны обслуживать и в срок погашать свои долги. Этим корпорациям реструктуризация позволяет воспользоваться ситуацией и расширить свою долю рынка за счет M&A или скупки интересных им активов по низкой цене.

Когда появляются сложности с обслуживанием долга, возникает вопрос, что выгоднее для компании, ее акционеров и кредиторов: **реструктуризация или дефолт и процедура банкротства.**

В целом, первый вариант больше отвечает интересам всех сторон:

- в случае банкротства акционеры теряют бизнес и все активы компании, наносится существенный удар по репутации менеджмента и акционеров;
- в случае противостояния между кредиторами и заемщиком возможно появление исков, связанных с выводом активов из компании, и возбуждение уголовных дел против менеджмента компании;
- процедура банкротства в России длительная (около 1–1.5 лет), сложная, она не всегда проходит в соответствии с интересами кредиторов. Требуются существенные юридические расходы;
- кредиторы, в первую очередь не имеющие обеспечения, вероятно, не получат всей суммы вложенных средств;
- для российских банков просрочка по кредиту и начало процедуры банкротства заемщика требует увеличения резервов, что влияет на норматив достаточности капитала.

КАК КРЕДИТОРЫ И ИНВЕСТОРЫ ВОСПРИНИМАЮТ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЮ?

В первую очередь, как неизбежное зло, но, с другой стороны, для агрессивных участников рынка это возможность воспользоваться ситуацией.

Иностранные инвесторы не верят в возврат вложенных средств через банкротство заемщика. Зачастую, не имея постоянного представительства и сотрудников, специализирующихся на процедуре взыскания долгов в РФ, они не представляют специфику всех процедур и боятся российских судов. Юридические и прочие расходы для проведения процедуры банкротства в их понимании несопоставимо высоки по сравнению с объемом средств, которые они реально рассчитывают вернуть.

Российские банки лучше знают заемщиков и их бизнес. Они реально оценивают ситуацию на рынке и имеют больше возможностей воздействовать на компанию. Они меньше боятся судебных разбирательств и лучше представляют процедуры банкротства и взыскания долга в РФ. Поэтому часто с ними сложнее договориться.

Некоторые банки, входящие в диверсифицированные финансово-промышленные группы и имеющие интерес в сфере, где работает компания-заемщик, могут быть заинтересованы в том, чтобы «забрать» компанию за долг. В случае дефолта по кредиту они инициируют процедуру банкротства и оказывают большое давление на менеджмент и акционеров компании.

Поэтому, если компания полагает, что не сможет в срок исполнить свои обязательства по кредиту или облигациям, ей следует, не откладывая, начать переговоры о реструктуризации. Реструктуризация, проводимая в ситуации, когда на компанию уже поданы иски о взыскании долга, имеет гораздо меньше шансов на успешное завершение, поскольку есть риск, что иски не будут отозваны, даже если большинство кредиторов согласится на реструктуризацию.

В любом случае, реструктуризация дает заемщику «второй шанс», а кредитору позволяет выйти из сделки с минимальными потерями и, возможно, дополнительным доходом.

Когда портфель кредитов компании сконцентрирован в одном-двух банках, заемщик может договориться о реструктуризации самостоятельно. Если же компания планирует реструктурировать долговой портфель, состоящий из торгуемых долговых инструментов и/или кредитов от нескольких банков, целесообразно нанять агента по реструктуризации, который организует процесс и будет помогать компании в его реализации. Связано это в первую очередь с тем, что кредиторам важно наличие третьей стороны, которая, выступая промежуточным звеном между ними и заемщиком, обеспечит соблюдение баланса интересов и равенство условий, предлагаемых разным кредиторам. Кроме того, в отсутствие централизованной координации переговоров с кредиторами и своевременной подготовки юридических документов, оформляющих сделку, реструктуризация может затянуться, а кредиторы и компания не смогут договориться.

Агент по реструктуризации осуществляет следующие функции:

- анализ состояния заемщика, разработка финансовой модели и денежных потоков;
- структурирование предложения для кредиторов и держателей бумаг;
- подготовка презентации, обосновывающей условия реструктуризации;
- идентификация держателей торгуемых долговых инструментов;
- организация встреч с кредиторами и держателями долговых инструментов, взаимодействие с кредиторами в процессе обсуждения предложения;
- разработка документации по реструктуризации (с привлечением юридического консультанта);
- организация официального собрания держателей долговых обязательств (в случае с еврооблигациями и CLN) для принятия изменений к первоначальным условиям облигаций;
- координация работы по реализации утвержденных кредиторами решений, в том числе выпуска новых долговых инструментов при необходимости.

ВАРИАНТЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Наиболее распространенные варианты реструктуризации — **изменение условий имеющихся долговых обязательств, обмен существующих долгов на новые инструменты, конвертация долга в акции**.

Изменение условий существующего долга удобно при реструктуризации еврооблигаций (в том числе CLN), поскольку здесь существует четкая процедура, и риск отказа держателей от сделки на финальной стадии минимален.

Обмен существующих долгов на новый долговой инструмент, единый для всех кредиторов, целесообразен, если у компании имеется диверсифицированный портфель кредитов и облигаций или евробондов, который требует реструктуризации. В этом случае кредиторы получают равные условия, а компания экономит усилия и тратит меньше времени и средств на оформление сделки. В данном случае, на наш взгляд, в качестве нового долгового инструмента следует использовать рублевые облигации, CLN или синдицированный кредит. Выпуск еврооблигаций с полным раскрытием информации и подготовкой проспекта эмиссии нецелесообразен с точки зрения сроков подготовки сделки и расходов.

Конвертация долга в миноритарный пакет в капитале непубличной компании не слишком интересна инвесторам, поскольку выйти из такой инвестиции трудно. Сделка имеет смысл, если кредиторы получают как минимум блокирующий или контрольный пакет, который впоследствии они смогут продать изначальным акционерам компании или стратегическому инвестору.

В случае публичных компаний получение даже небольшой доли в капитале дает кредиторам потенциальный «апсайд». Поэтому наличие этого условия является хорошим дополнением, позволяющим значительно увеличить интерес кредиторов к реструктуризации.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ (В ТОМ ЧИСЛЕ CLN)

Согласно сложившейся рыночной практике, в условиях большинства выпусков еврооблигаций прописано, что заемщик имеет право обратиться к кредитору (эмитент бумаг) с просьбой об изменении условий кредита[1]. Кредитор, в свою очередь, запускает формальную процедуру получения согласия держателей бумаг.

Решение об изменении условий кредита и бумаг может быть принято двумя способами:

- путем письменного согласия (written resolution) держателей 100% бумаг;
- соответствующим большинством голосов на собрании держателей.

Вопросы, которые выносятся на рассмотрение собрания держателей, разделяются на две основные категории:

- «специальные вопросы» (reserved matter);
- прочие вопросы.

К «специальным вопросам» относятся, в том числе: 1) срок погашения, 2) параметры пут/колл опционов, 3) размер и порядок начисления и выплаты процентной ставки и другие.

Когда на голосование выносятся «специальные вопросы», собрание признается состоявшимся, если в голосовании принимают участие держатели, владеющие более 75% выпуска. Решение считается принятым, если в его поддержку голосуют держатели более 75% бумаг (считается от объема бумаг, держатели которых приняли участие в голосовании). Если собрание не состоялось по причине отсутствия кворума, то через две недели собирается повторное собрание (adjourned meeting) в котором должны принять участие держатели, владеющие минимум 25% выпуска. Если собрание состоялось, но решение не принято, повторное собрание не проводится.

Если решение принято, то оно распространяется на всех держателей бумаг, а не только на тех, кто поддержал реструктуризацию.

Вопрос на голосование держателей выносится следующим образом:

- агент по реструктуризации совместно с привлеченным юридическим консультантом готовит сообщение о собрании (notice of noteholders meeting). В сообщении детально прописывается предложение по реструктуризации, которое выносится на голосование;
- после согласования с Trustee (попечителем), который выступает от лица держателей бумаг, сообщение рассылается держателям через клиринговые системы, где обращаются бумаги;
- собрание проводится через 21 календарный день с даты рассылки сообщения. Если собрание объявлено, то отменить его нельзя;
- в содержание предложения по реструктуризации, разосланного в сообщении, нельзя вносить изменения без согласования попечителя. Когда речь идет об устранении ошибок или неточностей, допущенных при подготовке сообщения, то попечитель соглашается. Если же предлагается внести существенные изменения, особенно относящиеся к «специальным вопросам», попечитель, скорее всего, не даст согласия, поскольку в случае внесения изменений у держателей бумаг уже не будет положенного им 21 дня на изучение и голосование по вопросу.

Заемщик и аффилированные с ним компании, если они владеют частью выпуска, в большинстве случаев не имеют право принимать участие в голосовании.

Голосование по поставленному вопросу осуществляется путем подачи держателями сообщений через клиринговые системы. Крайний срок приема голосов — за 48 часов до начала собрания держателей. До окончания срока подачи голосов держатели имеют право отозвать свое сообщение и проголосовать по-другому или вообще не участвовать в голосовании. Также держатели могут не голосовать через клиринговую систему, а принять участие в собрании и проголосовать в ходе него.

Объявление о результатах голосования производится в день собрания. Если решение принято, то кредитор и заемщик должны в возможно короткий срок подписать необходимые документы, изменяющие условия кредита и бумаг. Если решение отклоняется, то новое предложение можно вынести на новое собрание, объявление которого проводится в аналогичном порядке.

1) *Условия еврооблигаций при этом изменяются соответственно, поскольку бумаги представляют собой ноты участия в кредите.*

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ И ИНДИКАТИВНЫЙ ПЛАН-ГРАФИК СДЕЛКИ ПО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

- 1–2 недели — подготовка информационных материалов по компании и начального предложения по реструктуризации. Идентификация максимально большого количества держателей бумаг.
- 2–4 недели — переговоры с крупнейшими держателями бумаг, согласование основных условий реструктуризации и подписание termsheet, где эти условия перечисляются.
- 1–2 недели — подготовка и рассылка через клиринговые системы сообщения о собрании держателей и согласованного termsheet.
- 3 недели — подготовка изменений в документацию по сделке и сбор необходимых документов по заемщику и поручителям. Одновременно ведутся встречи и переговоры с держателями бумаг. Держатели голосуют через клиринговые системы.
- 1 неделя — подведение итогов голосования, подписание изменений в документацию по кредиту и бумагам, если решение принято.

Подписание termsheet с держателями бумаг не является обязательным условием, однако он позволяет зафиксировать договоренности с инвесторами до момента отправки сообщения о собрании держателей. Это позволяет более точно настроить предложение и отправить его уже в том виде, в каком оно будет приемлемо для держателей.

ВОЗМОЖНЫЕ УСЛОВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Как мы уже упоминали, в зависимости от типа долговых обязательств и наличия или отсутствия обеспечения позиция кредитора может быть более или менее сильной. Так, если компания обращается за реструктуризацией кредита, обеспеченного основными средствами компании, кредитор чувствует себя достаточно уверенно. Держатели торгуемых долговых бумаг, которые в большинстве случаев представляют собой «старшие необеспеченные» обязательства заемщика, находятся в гораздо более уязвимом положении:

- при банкротстве компании их долг будет, по крайней мере, вторым в очереди после «обеспеченных» кредиторов;
- если речь идет о еврооблигациях, решение об объявлении дефолта принимает английский суд, и оно еще должно быть подтверждено российским судом;
- структура стандартного выпуска еврооблигаций предполагает наличие попечителя, который должен осуществлять взыскание задолженности. Держатели бумаг не могут подать в суд и взаимодействовать с заемщиком напрямую;
- иностранные банки, являющиеся попечителями по еврооблигационным займам, не имеют соответствующего опыта в РФ и вряд ли будут очень эффективны;
- хотя попечитель и представляет интересы держателей бумаг, он недостаточно быстро реагирует на происходящие события, поскольку должен получить формальную инструкцию от держателей бумаг;
- кроме того, попечитель начинает процедуру взыскания после получения от держателей гарантий возмещения его расходов и оплаты его услуг.

В связи с этими обстоятельствами держатели еврооблигаций чаще всего готовы на реструктуризацию на следующих условиях:

- перенос срока окончательного погашения на 1–3 года с ежеквартальной амортизацией суммы основного долга равными долями или в зависимости от операционного денежного потока компании;
- в дату погашения или исполнения пут-опциона по бумагам согласно изначальной документации — амортизация части основного долга в объеме от 10 до 40%;
- выплата держателям, согласившимся на реструктуризацию, «комиссии за согласие» (consent fee) в размере от 1 до 6% от номинального объема бумаг, принадлежащих им;
- повышение ставки купона по бумагам на несколько процентов;
- отмена и/или изменение существующих ковенантов, которые компания не может исполнять;
- введение дополнительных ковенантов, таких как: отказ от выплат дивидендов, обязательство направлять 50–75% от объема новых заимствований на погашение реструктурированного долга, обязательство более полно раскрывать держателям CLN актуальную финансовую информацию заемщика, жесткие ограничения на вывод активов, финансовые вложения, операции с аффилированными лицами и прочее;
- дополнительное обеспечение в виде поручительств или залога;
- наличие опциона на долю в акционерном капитале заемщика воспринимается положительно, но предоставление такого опциона — предмет переговоров между держателями бумаг и заемщиком.

Последняя подобная сделка, проведенная МДМ-Банком, была связана с реструктуризацией CLN группы «Миракс» объемом $180 млн. Работа над сделкой заняла около трех месяцев. В голосовании приняли участие держатели 96% нот, 91% голосов был отдан за реструктуризацию. Согласно новым условиям CLN, 10% выпуска было погашено в дату пут-опциона (март 2009 г.), ставка купона была повышена до 12%. Введена амортизация основного долга, пут-опцион перенесен на ноябрь 2010 года.

Реструктуризация еврооблигаций — процесс достаточно регламентированный. Здесь есть институт собрания держателей, и решение, принятое на собрании, распространяется на всех владельцев бумаг независимо от того, как они голосовали. В этом существенное преимущество еврооблигаций перед рублевыми облигациями, где отсутствие формализованных процедур серьезно осложняет сделки по реструктуризации.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Очевидно, что разворот на рынках капитала случится нескоро. Сейчас, во всяком случае, сложно представить, что инвесторы, соглашающиеся на реструктуризацию, будут покупать новые выпуски бумаг этих же компаний. Поэтому, предлагая держателям пролонгировать долг, заемщику следует учитывать урон, наносимый его деловой репутации. В целом, по нашему мнению, реструктуризации — это тема ближайшего года, а в дальнейшем, будем надеяться, ситуация переменится.