

## ЭФФЕКТИВНЫЙ ПОДХОД К РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ДОЛГОВЫХ ЗАЙМОВ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА - ВОЗМОЖНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КОНВЕРТИРУЕМЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

© 2011 С.В. Захаров

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

E-mail: Sergey.V.Zakharov@gmail.com

Исследованы возможные стратегии компаний по реструктуризации долга, и предложен способ комплексной реструктуризации долга посредством выпуска конвертируемых ценных бумаг.

*Ключевые слова:* долговые займы, финансовый кризис, финансовые инструменты.

### **Введение**

Начавшийся в 2008 г. экономический кризис стал непростым испытанием для большинства российских предприятий. Высокие темпы роста 2005-2007 гг. обусловили масштабные инвестиционные программы, рассчитанные на продолжение роста. Финансирование этих программ осуществлялось преимущественно за счет заемных средств, привлечение которых было достаточно недорогим. Резкое сокращение спроса и денежных потоков компаний привело к их неспособности своевременно погасить долг, что в условиях невозможности рефинансирования поставило множество компаний, в том числе лидеров стратегически важных отраслей, на грань банкротства.

Предлагаемым решением выступает комплексная реструктуризация долга с привлечением внешнего финансирования, в том числе гибридных ценных бумаг. Такой комплексный подход позволяет выиграть всем заинтересованным сторонам - текущим акционерам компании-заемщика, кредиторам, а также новым внешним инвесторам, как финансовым, так и стратегическим.

### **Массовые дефолты на рынке облигаций в кризис**

С начала 2008 г. российскими компаниями было допущено более 200 неисполнений оферт и дефолтов по купонам и погашениям выпусков облигаций, для сравнения: за 2002-2007 гг. произошло всего 13 дефолтов. Общий объем неурегулированных обязательств, по данным Sбonds на начало августа 2009 г., составлял не менее 100 млрд. руб.

Основной объем неурегулированной задолженности пришелся на ритейл и финансовый сек-

торы, значительный объем дефолтов - также на сельскохозяйственную, строительную отрасли и машиностроение.

Можно выделить следующие основные тенденции и перспективы российского рынка облигаций:

- ввиду отсутствия фундаментальных положительных изменений в экономике сложное финансовое положение многих эмитентов, скорее всего, сохранится и в перспективе ближайших 1-2 лет;

- вероятность возврата денежных средств по облигациям более поздних выпусков, эмитенты которых уже допустили дефолт, достаточно низка;

- доверие инвесторов к выпускам частных компаний в ближайшее время не повысится существенно, что ограничит привлечение средств.

### **Основные риски для держателей облигаций в случае дефолта**

Несмотря на то, что долговые ценные бумаги в теории считаются более "безопасными" по сравнению с долевыми финансовыми инструментами, покупатели российских облигаций несли риски уже при их приобретении:

- облигации, как правило, являются необеспеченными, в лучшем случае предоставляется поручительство;

- эмитентом зачастую выступала компания, юридически не связанная с активами, генерирующими денежные потоки.

Кроме того, бондхолдеры столкнулись со следующими трудностями:

- отсутствие сложившейся практики действий в случае дефолта;

- необходимость кредиторам самостоятельно осуществлять все действия;

- условия эмиссии (отсутствие ковенант) не позволяют инвесторам принять сколь-либо серьезные шаги до наступления дефолта/оферты;

- дефолт по облигациям зачастую приводит к кросс-дефолту по обязательствам более высокого приоритета (банковские кредиты);

- реальное финансовое оздоровление компании может быть затруднено в связи, например, с действиями более обеспеченных кредиторов;

- как правило, присутствует много миноритарных держателей облигаций, чьи интересы ущемляются в первую очередь;

- процесс инициирования банкротства носит длительный характер - за это время из компании могут быть выведены все ценные активы.

В теории инструментом влияния на эмитента является возможность обанкротить компанию. К сожалению, судебная практика по облигационным дефолтам в России практически отсутствует (институт коллективного иска развит крайне слабо - арбитражные суды были переполнены исками от держателей облигаций), и существующие порядки в законодательстве могут привести к тому, что окончательное решение по делу для инвестора может быть вынесено только через несколько лет после дефолта, а вложенные средства в итоге так и не будут возвращены. Кроме того, как показывает практика, процесс может быть дополнительно затянут путем оспаривания оферты миноритарными акционерами. Следует отдельно отметить, что ответственность должника до начала процедуры банкротства крайне ограничена, а с момента начала процедуры наблюдения вводится мораторий на удовлетворение требований кредиторов, т.е. средства в облигациях фактически “замораживаются” на длительный срок. Даже если держателям облигаций удастся добиться банкротства компании и распродажи активов, степень возмещения по бланковому долгу будет, скорее всего, невысокой.

Таким образом, держатели облигаций оказываются практически не защищенными в случае дефолта, и единственным выходом для них может стать реструктуризация долга с повышением уровня защиты (дополнительное обеспечение).

#### **Основные риски для держателей эмитента в случае дефолта**

Дефолт, безусловно, является риском не только для покупателей облигаций, но и для самой компании-эмитента и ее собственников:

- дефолт является первым шагом к банкротству компании;

- в случае объявления дефолта, как правило, наступают кросс-дефолты по банковским кредитам, что грозит более жесткими санкциями;

- бизнес компании может быть разрушен в результате дефолта:

остановка производства в связи с нехваткой денежных средств;

ухудшение отношений и условий работы с контрагентами;

бегство менеджмента из компании;

приостановка инвестпрограммы, распродажа активов “за долги”;

- собственники компании могут потерять бизнес за долги;

- собственники компании несут значительные риски, которые могут привести к невозможности вести бизнес в данном сегменте или регионе.

Таким образом, заинтересованность собственников в урегулировании конфликта должна быть достаточно высока.

#### **Классификация проблемных компаний**

Компании, испытывающие проблемы с возвратом долга, можно условно разделить на две большие группы:

**1. Компании, нецелевым образом расходовавшие привлеченные средства.** Как правило, для таких компаний было характерно использование привлеченных средств для сторонних проектов (фондовый рынок, недвижимость и т.д.). Резкое падение стоимости указанных активов в условиях кризиса привело к тому, что для удовлетворения требований кредиторов почти не остается профильных активов, генерирующих денежный поток. При этом сам бизнес может быть фундаментально убыточным, а заемные средства были привлечены под перспективы выхода на прибыль при условии высоких темпов роста. Неоправданно высокая долговая нагрузка таких компаний может привести к дефолту даже по выплате купона. Наиболее вероятным выходом для компаний данной группы является распродажа непрофильных активов с выделением основного бизнеса и переупаковкой долга (или банкротство).

**2. Компании, не успевшие реализовать инвестиционную программу.** Компании данной группы, как правило, находятся на стадии реализации крупных инвестиционных проектов, а так-

же имеют значительные профильные активы, уже генерирующие денежный поток. Наиболее частый источник финансовых проблем - предъявление облигаций к погашению в рамках оферты в условиях отсутствия поддержки организатора размещения. При этом основной бизнес компаний может быть прибыльным и привлекательным, но денежных потоков хватает для погашения тела долга - именно для них комплексная реструктуризация будет наиболее эффективной. Далее в статье рассматриваются именно такие компании.

### **Облигации и кредиты - сравнение последствий дефолта**

Невозврат кредита или нарушение ковенантов по договору займа является значительно более серьезным для компании по сравнению с дефолтом по облигациям. Основные черты дефолта по облигациям следующие:

- держатели облигаций зачастую представлены малоквалифицированными инвесторами, плохо знакомыми с бизнесом;
- обеспечение по облигациям практически отсутствует;
- инструменты воздействия со стороны инвесторов на компанию крайне ограничены, существует риск вывода активов;
- судебные разбирательства длительны и малоэффективны.

Традиционным выходом для компании в этом случае является проведение сепаратных переговоров с крупными держателями облигаций и, как следствие, выкуп долга со значительным дисконтом или его пролонгация.

В случае нарушения условий по банковскому кредиту компания сталкивается со значительно более серьезными проблемами:

- при нарушении ковенант или просрочки выплат оперативно принимаются меры, способные парализовать бизнес заемщика - арест счетов, обращения взыскания на залог и т.д.;
- банковский кредит традиционно обеспечен активами компании (ее акциями, а также поручительством собственника) других его компаний;
- банки на регулярной основе осуществляют мониторинг финансового положения заемщика и залога, что позволяет оперативно отследить негативные тенденции и принять меры;
- информация по переговорам является значительно менее публичной, чем в случае облига-

ций, что усиливает переговорную позицию банка.

Кроме того, перед принятием решения о выдаче кредита банки достаточно детально изучают финансовое положение и качество обеспечения заемщика.

Таким образом, единственной альтернативой потере бизнеса при непогашении кредита является комплексная реструктуризация долга.

### **Возможные варианты действий эмитента при дефолте**

**1. Рефинансирование долга на прежних или новых условиях.** Представляется маловероятным - скорее всего, новые ресурсы не будут доступны с учетом финансового положения компании.

**2. Пролонгация долга.** Также маловероятна - во-первых, кредиторы, скорее всего, не согласятся на пролонгацию всего долга, а во-вторых, компании не будут доступны необходимые новые финансовые ресурсы.

**3. Банкротство компании.** Может занять длительное время и требует значительных организационных и финансовых издержек. Кроме того, распродажа активов компании с высокой степенью вероятности приведет к низкому коэффициенту возмещения даже для обеспеченных кредиторов, а собственнику в этом случае не останется ничего - таким образом, ни одна из сторон не будет заинтересована в указанном развитии событий.

**4. Продажа компании или отдельных ее активов новому инвестору.** Несмотря на кажущуюся простоту, реализация будет затруднительна:

- круг заинтересованных к проблемным активам крайне ограничен;
- закрыть сделку в сжатые сроки практически невозможно, в том числе из-за трудности определения и согласования стоимости проблемного актива.

**5. Конвертация долга в акции компании.** Данный вариант несет для кредитора существенные риски - перспектива владения долей владения (особенно неконтрольной) является неясной и неприемлемой в том случае, если сам кредитор имеет денежные обязательства, как банки. При этом кредитор может столкнуться с трудностями при последующей реализации пакета акций компании, в том числе за счет отсутствия профильного опыта. Ситуация усугубляется, если компа-

ния непублична и акции неликвидны. Кроме того, оценка стоимости бизнеса в условиях кризиса является крайне затруднительной, что также будет препятствием на пути конвертации долга.

Таким образом, для эффективного решения проблем с кредиторами необходима комплексная реструктуризация долга, включающая в себя элементы всех вышеуказанных стратегий.

### **Преимущества и риски продажи бизнеса в рамках реструктуризации**

К преимуществам полной или частичной продажи бизнеса компании с последующим частичным погашением долга можно отнести:

- частичное перекалывание рисков владения акционерным капиталом компании на третьи стороны;

- наличие отраслевого/финансового опыта у инвесторов, что даст кредиторам и текущим собственникам дополнительную уверенность;

- появление новых инвесторов, которые могут обеспечить дополнительные вливания денежных средств для реализации инвестиционной программы компании и поддержания ее финансовой стабильности;

- дополнительные гарантии новых инвесторов по текущему долгу.

Продажа доли владения в проблемной компании в условиях финансовой нестабильности имеет ряд недостатков и рисков:

- инвесторы могут сами испытывать финансовые трудности;

- оценка проблемных компаний достаточно сложна;

доходный подход малоприменим ввиду неясности перспектив компании и нестабильности ставки дисконтирования;

метод рыночных мультипликаторов может давать заниженную стоимость ввиду сильного падения финансовых рынков;

метод сопоставимых сделок неприменим ввиду отсутствия самих сделок и (или) данных по ним;

- новые инвесторы могут быть против погашения долгов компании.

За время кризиса подход финансовых инвесторов (private equity фондов) претерпел существенные изменения: изначально преобладала идея покупки проблемных компаний “за долги”, сопряженная со следующими рисками:

- отсутствие отраслевой экспертизы у инвестора приводит к потере эффективности в управлении бизнесом;

- происходит потеря команды менеджмента и поддержки предыдущего собственника;

- текущие собственники (если фонд приобретает менее 100 % долей владения) могут быть не заинтересованы в развитии бизнеса.

Избежать указанных рисков позволит приобретение доли в проблемной компании в отрасли, уже представленной в портфеле финансового инвестора:

- наличие команды менеджмента в текущей портфельной инвестиции позволит добиться снижения затрат и высокого качества управления;

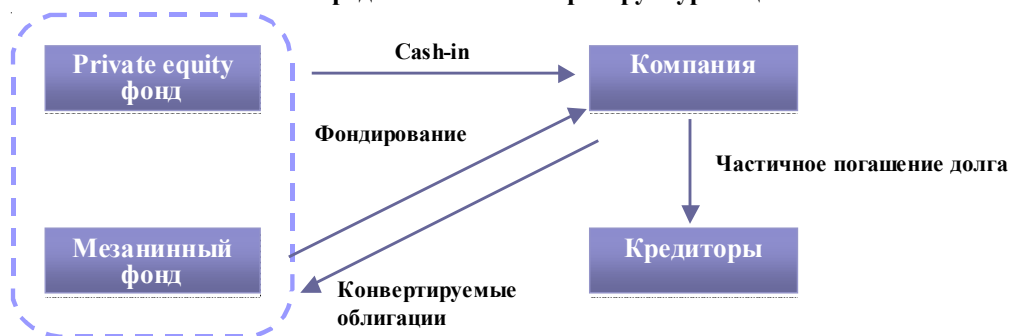
- получение синергии за счет вертикальной или горизонтальной интеграции (увеличение доли рынка, оптимизация расходов и т.д.).

Таким образом, объединенная компания станет более инвестиционно привлекательной в рамках последующей перепродажи стратегическому инвестору, что позволит фонду дополнительно увеличить доходность.

**Шаг 1.** Private equity фонд приобретает контрольную долю владения (51 - 75 %) компании и осуществляет вливание денежных средств в компанию.

**Шаг 2.** Выпуск конвертируемых облигаций на оставшуюся долю владения со средним сроком погашения (2-4 года), приобретатель - мезанинный фонд.

### **Предлагаемая схема реструктуризации**



**Преимущества предлагаемой схемы для участников реструктуризации**

Участник	Преимущества
Компания	Сохранение бизнеса компании Сохранение устойчивых отношений с контрагентами
Кредиторы	Частичный возврат денежных средств сразу Повышение уверенности в возврате оставшихся средств
Private equity фонд	Усиление существующей портфельной компании Приобретение актива по привлекательной цене
Мезанинный фонд	Возможность получения высокой доходности (equity upside) при продаже новому инвестору через 3-4 года
Текущий собственник	Избежание репутационных рисков Сохранения стоимости компании (vs. сделка "за долги")

**Шаг 3.** Частичное погашение кредитов за счет привлеченных ресурсов, реструктуризация оставшегося долга (капитализация процентов, усиление обеспечения и т.д.).

**Шаг 4** (через 2-4 года). Конвертация облигаций в акции, выход прежнего собственника из бизнеса по заранее определенной стоимости.

**Шаг 5.** Восстановление долговой нагрузки до приемлемого уровня по мере стабилизации с целью замещения мезанинного финансирования.

**Шаг 6.** Продажа компании стратегическому инвестору, выход финансовых инвесторов из бизнеса.

Участие в процессе мезанинного фонда, ориентированного на приобретение долговых ценных бумаг с гарантированной фиксированной доходностью и возможностью получения премии, улучшает распределение риска и доходности между участниками процесса реструктуризации. Конвертируемые облигации в предлагаемой схеме выступают "мостом" между новыми инвесторами и собственником, являясь дополнительным инструментом поддержки интереса предыдущего собственника к развитию бизнеса - в случае привязки цены конвертации к будущим финансовым показателям компании предыдущий собственник имеет возможность получить прибыль. Альтернативой может выступать продажа контрольной доли владения стратегическому инвестору - данный вариант может быть применен при отсутствии у последнего достаточных средств на покупку 100%-ных долей владения или на погашение долгов приобретаемой компании.

**Выводы**

Комплексная реструктуризация, включающая в себя частичную продажу бизнеса наряду с

выпуском конвертируемых ценных бумаг для финансового инвестора, является эффективным способом решения проблем компаний, столкнувшихся с необходимостью погашения долга и при этом являющихся фундаментально инвестиционно привлекательными, т.е. обладающими активами, способными генерировать стабильный денежный поток по мере реализации инвестиционной программы и стабилизации макроэкономической ситуации. Предлагаемая схема реструктуризации позволит не только решить финансовые проблемы компании, но и в значительной степени удовлетворить интересы кредиторов, а также обеспечить соответствующую доходность финансовым инвесторам. Представленная структура позволяет также сохранить заинтересованность текущих собственников компании в период до выхода из инвестиции. Вследствие этого имеются перспективы по осуществлению комплексной реструктуризации проблемных компаний практически во всех отраслях, что позволит оказать поддержку российской экономике по выходу из кризиса.

1. *Trevor Gunshaw, Derek Dillon.* Convertible securities: a tollbox of flexible financial instruments for corporate issuers // J. of Applied Corporate Finance. 2000. Vol. 13.1. P. 22-30.
2. *David Mayers.* Convertible bonds: matching financial and real options // J. of Applied Corporate Finance. 2000. Vol. 13.1. P. 8-21.
3. *Smithson Ch.W., Chew D.H.* The uses of hybrid debt in managing corporate risk // J. of Applied Corporate Finance. 1992. Vol. 4.4. P. 79-89.
4. URL: [www.rusbonds.ru](http://www.rusbonds.ru).

Поступила в редакцию 04.12.2010 г.