



Международный опыт реструктуризации долговых обязательств и его применение в России

Тим Стаббс, партнер, Salans

18 мая 2010 г.

Аналитика
без границ

 **Связь Банк**

Top-ranked in
CHAMBERS

CHAMBERS
EUROPE
AWARDS
2009
WINNER

PLC Which lawyer?
Global
50

 **SALANS**

A different approach

Общепринятые нормы для кредиторов: т. н. «Лондонские принципы» (1990 г.) и Принципы Международной ассоциации специалистов в области реструктуризации, несостоятельности и банкротства (2000 г.)

Международное финансовое сообщество разработало определенные правила. Они еще не приняты в России, однако включают:

- Сотрудничество и содействие всех кредиторов в течение установленного ограниченного периода времени (мораторий) для подготовки и оценки предложений по урегулированию
- Добровольное согласие кредиторов воздерживаться от обращения взыскания или ограничения участия (за исключением продажи долговых обязательств третьим лицам) без ущерба для их прав
- Обязательство должника воздерживаться от действий, отрицательно влияющих на перспективы погашения долговых обязательств перед всеми кредиторами
- Координация действий кредиторов координационным комитетом (зачастую под руководством основного кредитора)
- Обязательство должника предоставлять кредиторам и их консультантам достаточный и своевременный доступ ко всей существенной информации
- Отражение в предложениях по урегулированию влияния положений применимого законодательства на права кредиторов по состоянию на день введения моратория
- Обмен информацией между кредиторами с сохранением конфиденциальности (за исключением публичной информации)
- Обеспечение первоочередности при дополнительном выделении средств

Внесудебная реструктуризация долговых обязательств: плюсы

В случае, когда критерии, делающие возможной подачу добровольного ходатайства о банкротстве, не соблюдены, привлекательным является вариант внесудебного реструктурирования (урегулирования долга):

- Возможность «собраться с силами» (положительный эффект с точки зрения общества в целом, работников, поставщиков и заказчиков).
- Более благоприятное решение с точки зрения сохранения доли рынка, репутации и бренда
- Реструктуризация долговых обязательств позволяет избежать снижения стоимости обеспечения и предприятия в целом
- Участники перспективных в плане доходности предприятий заинтересованы в избежание потери инвестированных средств
- Поручители заинтересованы в избежание финансовой ответственности

Внесудебная реструктуризация долговых обязательств: минусы

- У единоличного исполнительного органа должника может возникнуть субсидиарная ответственность в соответствии с законодательством (как «неправомерное ведение дел»).
- Не всегда легко осуществить (например, возможно сопротивление кредиторов)
- Существует риск рассмотрения отдельных действий (например, оформления должником дополнительного обеспечения) как сделок, которые могут быть признаны недействительными
- Реструктуризация может оказаться невозможной, если кредиторы считают существующее руководство должника некомпетентным или не заслуживающим доверия, в отсутствие обоснованного перспективного плана дальнейшей деятельности и (или) при наличии существенных препятствий
- Практика добровольного признания несостоятельности по соглашению сторон в России в целом пока распространения не получила.

Механизмы и схемы внесудебной реструктуризации долговых обязательств

- Простейшая форма – поправки и аннуляция условий
- Продление срока погашения существующих долговых обязательств вместо консолидации, поскольку консолидация может привести к утрате первоочередности существующего обеспечения
- Замена существующих долговых обязательств новыми долговыми обязательствами – аналогичная проблема
- Оформление дополнительного обеспечения (например, комплексное обеспечение)
- Акционирование долговых обязательств (полностью или частично)
- Снижение стоимости обязательств – добровольное уменьшение сумм требований кредиторами

Участники процесса внесудебной реструктуризации долговых обязательств

Состав участников зависит от характера деятельности предприятия.

В состав участников могут входить:

- Банки или хеджевые фонды, приобретающие банковские долговые обязательства
- Держатели облигаций или организаторы финансирования
- Кредиторы с обеспечением в форме отдельных активов
- Субординированные кредиторы, держатели акций или субординированных облигаций
- Арендодатели по сделкам аренды основных фондов
- Коммерческие кредиторы
- Участники судебных процессов
- Налоговые органы
- Работники и (или) профсоюзы
- Руководство предприятия
- Акционеры/ конечные бенефициарные (фактические) собственники
- Гаранты / лица, предоставившие залоговое обеспечение

Возможность влияния на исход переговоров

- Низкая стоимость обеспечения, желание кредитных организаций избежать резервирования средств на покрытие потенциальных убытков и (или) фактических убытков и низкой степени предсказуемости решений судебных органов по делам о банкротстве
- Риск субсидиарной ответственности по последующим долговым обязательствам, требующий добровольного признания несостоятельности
- Реальная необходимость принятия мер, обеспечивающих своевременные выплаты российским налоговым органам
- Способность заимодавца оказать влияние на исход переговоров возрастает при наличии у него положительного баланса по сделке (т. е. если рыночная стоимость обеспечения превышает стоимость обеспечиваемых долговых обязательства) и сильных гарантий

Стратегия и тактика заемщика

- Заемщику (должнику) следует подготовиться к переговорам о реструктуризации долговых обязательств тщательно и заблаговременно
- Первый этап подготовки - изучение полного перечня всех ситуаций неисполнения обязательств, потенциальных дефектов документации по займу и обеспечению. Следует изучить требования в отношении оценки стоимости и представления информации.
- Залог успеха - доверие. Должнику следует подробно информировать кредиторов. Тем не менее, должникам следует действовать осторожно и избегать ситуаций, считающихся случаями неисполнения.
- Кредиторы не стремятся предъявлять требование о досрочном погашении обязательств немедленно. Отдельные виды неисполнения обязательств с большей вероятностью ведут к требованию о досрочном погашении
- Должникам следует заранее проработать оптимальные варианты действий в случае получения уведомления о неисполнении обязательств
- Должник должен знать как собственные задачи, так и цели кредиторов
- Даже в случае невозможности достижения сторонами мирового соглашения об изменении условий у них есть возможность достичь соглашения в отношении прекращения отношений
- Угроза «передачи ключей» и (или) признания должника банкротом также может побудить кредиторов к участию в переговорах
- Характер финансирования также влияет на отношение кредиторов: например, строительные

Соглашения о моратории

- Цель - предоставление всем сторонам срока, необходимого для разработки и оценки предложений (обычно предусматривается непродолжительный срок с возможностью продления)
- Равноправие всех кредиторов
- Сохранение банками существующих (или предшествующих) условий
- Возможность выделения дополнительных средств (на условиях их первоочередного возврата)
- Жесткий контроль
- Оплата должником издержек координационного комитета и его консультантов
- Прочие вопросы

Изучение положения должника

- Комплексная финансовая и юридическая проверка должника в период действия моратория
- Назначение координационным комитетом финансовых и юридических консультантов и оценщиков для проведения проверки
- Изучение корпоративной структуры, СП, соглашений об участии в прибылях, аффилированных лиц, руководства, долговых обязательств (включая обеспечение) и активов, потоков средств, договоров, лицензий, разрешений, тяжб, дел в исполнительном производстве, работников, деятельности профсоюзов, налоговых обязательств, соблюдения природоохранных норм и т. д.
- Обмен информацией имеет ключевое значение
- При рассмотрении возможности конвертации долговых обязательств («ККД») следует учесть положения об изменении контроля в составе условий финансирования и иные соглашения с третьими лицами.

Соглашение о реструктуризации долговых обязательств

- Во многих случаях имеет преобладающую силу и содержит консолидированные обязательства
- Обычно предусматривает только банковские долговые обязательства (хотя возможно распространение на облигации), но не коммерческие кредиты.
- Новый график погашения, включая отсрочки
- Во многих случаях содержит «поощрения» для банков, включая увеличение процентной ставки и комиссии
- Мораторий действует до тех пор, пока отсутствуют случаи неисполнения обязательств (согласно решению большинства кредиторов)
- Положение об очередности долговых обязательств – равноправие кредиторов – запрет на досрочное погашение, за исключением погашения обязательств перед всеми кредиторами на пропорциональной основе
- Возможность выделения дополнительного финансирования (как указывалось ранее, на условиях первоочередного возврата)
- Заверения и гарантии – во многих случаях типовые заверения и гарантии по нормам Ассоциации участников рынка ссудного капитала с изменениями, отражающими характер деятельности должника
- Подробные односторонние обязательства по таким вопросам, как передача информации, запрет на залог, запрет на финансирование, контроль отчуждения активов, обязательное досрочное погашение
- Обязательства в части финансовых показателей
- Ограничения на передачу активов и сделки с заинтересованностью
- Случаи неисполнения обязательств (аннуляция по требованию согласно решению большинства кредиторов)
- Положение об изменении контроля

Обеспечение при реструктуризации долговых обязательств

- Во многих случаях оформляется комплексное обеспечение
- Вопросы экспертной проверки и утверждения корпоративными органами управления; вопросы «корпоративной выгоды» и «финансового содействия» применительно к обеспечению за рубежом; регистрация, юридические заключения и (или) прочие вопросы соблюдения официальных требований
- Вопросы в части получения одобрения третьих лиц
- Вопрос об агенте по обеспечению «параллельной» системы долговых обязательств
- Необходимость оформления нескольких документов обеспечения
- Поправки к договорам банковского счета должника
- Включение представителей банков в советы директоров получило широкое распространение

Соглашения между кредиторами

- Соглашения между кредиторами получили широкое распространение, особенно в странах с развитой экономикой, в которых за последнее десятилетие сформировался рынок кредитования с обеспечением по схеме «последующего залога»
- Субординирование прав требования между кредиторами является ключевым элементом соглашения между кредиторами об урегулировании долговых обязательств. Российское законодательство не содержит четких указаний по поводу обеспечения исполнения положений о субординировании
- В контексте российского законодательства отказ от прав связан с рядом сложностей (см. ст. 9 ГК РФ)
- Передача кредиторами прав голоса— законодательство РФ о несостоятельности не содержит [четких] указаний по этому поводу.
- Изменение очередности между кредиторов может быть признано нарушением публичного порядка
- В судебных органах США наблюдаются разногласия и отсутствие четкого мнения в отношении возможности принудительного обеспечения соблюдения сформулированных в общем виде положений соглашений между кредиторами в контексте банкротства
- В связи с отсутствием ясности в части обеспечения принудительного исполнения положений о субординировании в России субординированные кредиторы (например, участники и акционеры) имеют заметно более широкие возможности для оказания влияния на исход переговоров с кредиторами

Конвертация долговых обязательств в капитал

- Запрет на конвертацию долговых обязательств («ККД») был отменен относительно недавно, при внесении изменений в российское законодательство об АО и ООО (декабрь 2009 г.), данный механизм в России применяется относительно редко (несмотря на наличие и опыт использования в прошлом ряда схем, дающих аналогичный эффект). Для этого требуется утверждение сделки квалифицированным большинством акционеров или участников (75% в АО; 100% в ООО). ККД в связи с задолженностью кредитных организаций пока не допускается.
- Зарубежный опыт показывает, что ККД является эффективным механизмом реструктуризации долговых обязательств. При ККД должник освобождается от обязательств по возврату основной суммы и погашению процентов, что позволяет практически в одночасье превратить убыточное предприятие в прибыльное.
- В условиях западных стран положения о противоправной деятельности (субсидиарная ответственность единоличного исполнительного органа) создает стимул для применения кредиторами ККД (вместо немедленного признания несостоятельности).
- ККД также привлекательна тем, что кредитор приобретает актив
- Кроме того, ККД повышают шансы должника на привлечение дополнительных средств
- При ККД возможен ряд осложнений
- Обычно ККД наиболее перспективны в контексте взаимоотношений с банками-кредиторами

Вопросы реструктуризации долговых обязательств, связанных с еврооблигациями

- Эмитенту с проблемными размещенными облигациями следует сравнить различные возможные стратегии реструктуризации долговых обязательств и рассмотреть правовые последствия использования выбранной стратегии реструктуризации
- Окончательный выбор стратегии зависит от финансового положения эмитента, резервов капитала, имеющихся источников финансирования, а также от его стратегических целей, типов и сроков погашения облигаций, состава держателей облигаций и применимых законов и правил
- Краткие сведения о четырех основных вариантах решений по реструктуризации долговых обязательств по облигациям приведены ниже (решения предусматривают корректировку с учетом пожеланий эмитента и конкретных условий)

Еврооблигации: вариант 1. Согласование условий, установленных для облигаций

Простейшая форма реструктуризации долговых обязательств по еврооблигациям, которая широко используется в условиях финансового кризиса и по существу аналогична принятию поправок к условиям займа.

- Эмитент предлагает изменение условий облигаций (сумма, срок погашения, процентная ставка и пр.), направляя соответствующий запрос всем держателям облигаций.
- Необходимо согласие на изменение условий большинства держателей облигаций.

Как и в варианте 4.С ниже (досрочный выкуп), во многих случаях предусматривается финансовое стимулирование держателей акций в случае их согласия с предлагаемыми изменениями на ранних этапах (т. е. до указанного эмитентом дня).

Еврооблигации: вариант 2. Выкуп на открытом рынке

- Эмитент заключает один или несколько отдельных договоров о выкупе облигаций
- Полезное решение в том случае, если эмитент стремится уменьшить свои долговые обязательства, но не намерен выкупать все облигации
- Эмитент назначает брокера, которому поручается найти продавцов и согласовать цены от имени эмитента.

Существенные соображения:

- Масштабы выкупа необходимо ограничить во избежание превышения лимита, установленного для крупных сделок, и необходимости публичного уведомления о выкупе.
- Покупная цена облигаций обычно устанавливается как цена на открытом рынке и может быть ниже, чем цена в случае оферты на выкуп

Еврооблигации: вариант 3. Оферта на обмен

- Оферта на обмен целесообразна в тех случаях, когда эмитент не располагает достаточными резервами денежных средств для выкупа на открытом рынке (или на основании рассматриваемой далее оферты на выкуп)
- Эмитент предлагает обменивать облигации на новые облигации с другими условиями погашения
- С юридической точки зрения оферта на обмен является не самым простым вариантом, поскольку она связана с рядом сложных правовых моментов (в основном в части различных норм законодательства о ценных бумагах, применимость которых зависит от страны применимого права при выпуске новых облигаций)

Еврооблигации: вариант 4. Оферта на выкуп

- Оферта на выкуп подразумевает выкуп эмитентом с оплатой в денежной форме всех или части размещенных облигаций
- Этот вариант целесообразен, если эмитент знает, что он может выкупить облигации за цену ниже цены при погашении
- Эмитент должен располагать средствами для выкупа
- Обычно оферта направляется всем держателям облигаций
- Необходимо установить срок действия оферты на выкуп (предусматривающий достаточный запас времени для уведомления всех держателей облигаций и получения их согласия или отказа)
- В зависимости от обстоятельств и целей эмитента используется ряд перечисленных ниже вариантов оферты на выкуп

Выводы и заключения

- Внесудебная реструктуризация долговых обязательств широко используется с начала мирового финансового кризиса, хотя ее применение в контексте российского законодательства может быть связано с определенными сложностями
- С учетом недостаточной четкости положений в отношении кредиторов (и непредсказуемости решений судебных органов по делам о банкротстве) должники и их акционеры (участники) имеют возможность согласовать благоприятные решения в рамках внесудебной реструктуризации долговых обязательств
- Привлечение опытных консультантов (в т. ч. юристов и финансовых консультантов) позволяет добиться наиболее выгодных для сторон условий и свести к минимуму потенциальный риск



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тим Стаббс

Партнер

T: +7 495 644 0500 (офис)

T: +7 495 998 0407 (мобильный)

E: tstubbs@salans.com

ALMATY
BAKU
BARCELONA
BEIJING
BERLIN
BRATISLAVA
BRUSSELS
BUCHAREST
BUDAPEST
FRANKFURT
HONG KONG
ISTANBUL
KYIV
LONDON
MADRID
MOSCOW
NEW YORK
PARIS
PRAGUE
SHANGHAI
ST PETERSBURG
WARSAW