

## КАК УДОВЛЕТВОРИТЬ ВСЕХ КРЕДИТОРОВ БАНКРОТА

Банкротство... Слово это чаще всего произносится с оттенком ужаса, поскольку означает оно ликвидацию (или, по меньшей мере, кардинальную реорганизацию) дела – фирмы, банка, организации, – которая влечет за собой неопределенность для всех заинтересованных лиц. Удастся ли вытащить деньги из обанкротившейся компании? Удастся ли сохранить компанию как таковую? Удастся ли руководству остаться при власти? Эти и многие другие вопросы встают перед теми, кто, так или иначе, причастен к компании, не справившейся со своими финансовыми обязательствами.

Можно сколько угодно сетовать на несовершенство российского законодательства в отношении банкротства, однако и в странах давно победившего капитализма оптимальная процедура так по сей день и не выработана.

Причин этому немало, в частности – недостаток теоретической базы. Теория рынков как таковых развивается с XVIII в., т.е. со времен Адама Смита, а первой публикацией, претендовавшей на создание теории фирмы как отдельной экономической сущности, была статья Рональда Коуза (Ronald Coase) “Природа фирмы” в журнале *Economica* в 1937 году. В статье в качестве механизма, определяющего экономические отношения внутри фирмы, а также фирмы с внешним миром, были выдвинуты трансакционные издержки – стоимостное выражение сложностей отношения между экономическими агентами, например, стоимости заключения всеобъемлющих договоров. Впоследствии Р. Коуз получил Нобелевскую премию по экономике, а его статья “Природа фирмы” легла в основу нового направления в экономической теории, называемое теорией институтов рынка. Именно в рамках этой ветви экономической науки и развивается сейчас теория банкротства, а теория трансакционных издержек стала включать себя вопросы формализации отношений собственности в несовершенном мире, в котором мы имеем счастье (или несчастье) существовать. В частности, ниже речь пойдет о процедуре банкротства, предложенной П. Агионом, О. Хартом и Дж. Мором. Процедура носит сокращенное название AHM (Aghion-Hart-Moore).

Посмотрим, что же говорит эта наука о том, как надо поступать с компанией-должником.

Вообще говоря, банкротство не обязательно должно означать ликвидацию компании, т.е. распродажу всех ее активов с целью уплаты долгов. Возможно, все дело было в крайне неэффективном руководстве, и новые люди смогут повернуть дела гораздо лучше. Иными словами, “хорошая” процедура банкротства должна способствовать реализации плана, который максимизирует совокупную сумму выплат кредиторам компании. С другой стороны, угроза банкротства не должна быть фатальной: наличие потенциальной возможности банкротства не должно запугивать менеджеров компании до такой степени, что они бы стремились избежать банкротства любой ценой, например, вступая в рискованные предприятия для покрытия долгов. В то же время угроза банкротства должна быть достаточно реалистичной, предусматривать отстранение менеджеров компании от руководства, хотя бы в качестве одной из альтернатив. Наконец, процедура банкротства должна обеспечивать определенную справедливость в отношении кредиторов: если среди кредиторов имеются лица, юридические или физические, которые считаются приоритетными (будь то банк, выдавший ссуду, или государство, которому не заплатили налоги), то процедура банкротства должна предусматривать погашение долгов в порядке очередности.

В чем же недостатки существующих процедур банкротства? Почему они отвечают не всем сформулированным выше требованиям?

Реальную стоимость компании (или, другими словами, доход от реализации различных проектов реструктуризации) не всегда легко определить даже при наличии развитых рынков капитала. Не всегда в ходе открытого аукциона можно получить за компанию те деньги, которых она стоит. Кроме того, наличие различных по приоритетности групп кредиторов почти наверняка ведет к возникновению конфликта интересов.

Вот пример (из книги Оливера Харта “Фирмы, контракты и финансовая структура”, 1995 г.): пусть у компании, в отношении которой возбуждена процедура банкротства, имеется один приоритетный кредитор (например, банк), долг перед которым составляет 100 долларов, и группа акционеров, погашение долгов перед которыми возможно только после погашения долга перед банком. Активы фирмы можно легко распродать за 90 долларов. Однако можно добиться большего, а именно реализовать рисковый проект: с вероятностью  $1/2$  получить прибыль от реструктуризации компании в 180 долларов, с той же вероятностью извлечь всего 40 долларов. Тем самым ожидаемая прибыль от проекта реструктуризации составит 110 долларов, и это выгоднее, чем просто продать компанию за 90. Однако банк будет заинтересован в распродаже активов, поскольку в этом случае он получит 90 долларов с вероятностью 1, а при реализации проекта его ожидаемый выигрыш всего  $0 \cdot 1/2 + 100 \cdot 1/2 = 50$ . Между тем мелкие акционеры при распродаже не получают ничего, а при реализации проекта –  $\{BODY\} \cdot 1/2 + 0 \cdot 1/2 = 50$ . При таких параметрах задачи оказывается, что отдавать бразды правления в ситуации банкротства банку не оптимально по отношению к совокупной сумме выплат кредиторам, тогда как мелкие акционеры смогли бы настоять на реализации наилучшего проекта реструктуризации.

К сожалению, подобный вывод не отличается универсальностью. Изменим в приведенных выше рассуждениях всего одну цифру: пусть максимальная прибыль от проекта реструктуризации составляет не 0, а 0. Ситуация меняется на противоположную: ведь средняя прибыль от проекта – всего , и теперь уже компанию лучше продать за , что и было бы предложено банком. Однако мелкие кредиторы по-прежнему получили бы положительную прибыль от реализации проекта (теперь это  $\{BODY\} * 1/2 + * 1/2 =$  ), поэтому отдавать право определять судьбу банкрота мелким кредиторам не оптимально.

Выход, предлагаемый авторами процедуры АНМ, – создать рынок, на котором, во-первых, не пересекались бы интересы кредиторов различной очередности, а во-вторых, каждый из кредиторов получил бы (при удачно сложившейся рыночной ситуации) свои деньги в порядке очередности. Конкретный механизм выглядит следующим образом.

При объявлении компании банкротом все существующие долги замораживаются и назначается аукционер, в задачи которого входит: а) собрать предложения, касающиеся будущего компании; б) собрать информацию обо всех кредиторах банкрота. Замороженные долги объявляются теперь акциями реструктурируемой компании (точнее, специфическими обязательствами – reorganization rights, RR), и все эти RR-акции распределяются между кредиторами первой очереди пропорционально размерам их вкладов в суммарный долг компании. Кредиторы второй очереди наделяются опционами, позволяющими выкупить у кредиторов первой очереди RR-акции по цене, в точности покрывающей причитающийся им долг. Между кредиторами второй очереди эти опционы распределяются пропорционально размерам их вкладов в суммарный долг. Аукционер может отозвать RR-акции у кредиторов первой очереди (они обязаны подчиниться и получить полностью причитающиеся им деньги) и продать их кредиторам второй очереди по означенной цене (сам он выгоды от аукциона не имеет). Кредиторы третьей очереди также наделяются опционами, позволяющими выкупить RR-акции у кредиторов второй очереди по цене, покрывающей долги последних, и т.д. На самом последнем уровне иерархии кредиторов стоят акционеры – владельцы компании. Они имеют возможность выкупить RR-акции у кредиторов предпоследнего уровня по цене, покрывающей их долги. На этом уровне RR-акции становятся неотчуждаемыми: аукционер больше не может заставить акционеров уступить их RR-акции. Заметим, что акционеры по своей природе являются предъявителями прав на остаточный доход, в силу чего все, что остается после процедуры торговли (хотя и по фиксированным ценам) RR-акциями, распределяется в их пользу.

После завершения распределения RR-акций между кредиторами компании проводится открытый аукцион, на котором RR-акции продаются всем желающим. Этот аукцион играет существенную роль в условиях неразвитых рынков капитала, при которых кредиторы того или иного уровня могут не иметь достаточных средств для реализации своих опционов, и предоставляет канал для движения свободных средств покупателей RR-акций в сторону кредиторов высших уровней.

Каков будет исход аукционов в наших двух численных примерах? Изначально все 100% RR-акций принадлежат банку, и назначенная аукционером цена одной акции (с голосом в 1%) составляет – с тем расчетом, чтобы 100% составили сумму долга банку, т.е. 0. В первом случае, цена RR-акции составит .2, поскольку самый лучший проект реструктуризации дает в среднем 0. Акционерам будет выгодно реализовать свои опционы, выкупив по цене RR-акции и получив с каждой такой акции  $\{BODY\}.2$  прибыли. При этом долг банка полностью будет оплачен, если акционеры выкупят у него все RR-акции. Во втором случае, выкуп RR-акций по опционам будет невыгоден, поскольку все, на что может рассчитывать держатель RR-акции – это  $\{BODY\}.9$  от примитивной распродажи, и поэтому акционеры останутся ни с чем, а банк сможет получить большую часть своих денег - по своим RR-обязательствам (100 штук по цене  $\{BODY\}.9$ ).

Факт налицо: предложенная процедура банкротства позволяет достичь наилучшего варианта реструктуризации, обеспечивая выплату долгов кредиторам в порядке очередности.

А автору этой заметки остается надеяться, что рассмотренная выше модель будет реализована на практике. Кто знает, быть может, наше законотворчество сможет воспринять идеи, совсем недавно вышедшие из-под пера ученых.