

## ПРАКТИКА МЕНЕДЖМЕНТА

### ПРЕДПОЧТЕНИЯ КРЕДИТОРОВ В ХОДЕ БАНКРОТСТВА: ФОРМАЛЬНОЕ БАНКРОТСТВО ИЛИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ (ПРИМЕР КОМПАНИИ «ТРАНСАЭРО»)

**И. А. ВЕРЕМЧУК**

АО «Данон Россия»<sup>а</sup>

**Е. В. ЧИРКОВА**

Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»<sup>б</sup>

Статья посвящена проблематике выявления предпочтений кредиторов финансово несостоятельных компаний между формальным банкротством и реструктуризацией. На примере банкротства ОАО «Авиационная компания „Трансаэро“» в 2015 г. проверялось предположение, согласно которому кредиторы компании отказались от реструктуризации из-за существенного превышения ее ликвидационной стоимости над стоимостью бизнеса. На основе данных из объявлений по продаже самолетов нами было выведено уравнение стоимости в зависимости от возраста для каждого типа самолета. Далее была проведена оценка рыночной стоимости самолетов «Трансаэро», которая показала, что в случае ликвидации задолженность компании была бы покрыта на 52%. В случае реструктуризации активов (продажи 35 самолетов) компания смогла бы снизить свою долговую нагрузку на 22%, но расчеты денежных потоков с учетом снизившейся нагрузки показали, что гипотетическая реструктуризация не оказала бы существенного влияния на финансовую устойчивость «Трансаэро»: стоимость бизнеса авиакомпания меньше ее ликвидационной стоимости, стоимость ее собственного капитала отрицательна для всех прогнозных сценариев, а прогнозные операционные потоки ниже аннуитетных платежей, что свидетельствует о неспособности компании обслуживать свой долг даже после реструктуризации. Потери кредиторов в случае реструктуризации существенно превышали бы потери в случае ликвидации при любом сценарии: их убытки составили бы от 60 до 78% от начальной суммы долга. Таким образом, выбор кредиторов в ходе банкротства «Трансаэро» в пользу ее ликвидации был экономически рационален.

*Ключевые слова:* банкротство, реструктуризация, рыночная стоимость, ликвидационная стоимость, продажа активов, предпочтения кредиторов.

JEL: G33.

<sup>а</sup> Адрес организации: АО «Данон Россия», Вятская ул., д. 27, корп. 13–14, Москва, 127015, Россия.

<sup>б</sup> Адрес организации: НИУ «Высшая школа экономики», Мясницкая ул., д. 20, Москва, 101000, Россия.

© И. А. Веремчук, Е. В. Чиркова, 2017

DOI: 10.21638/11701/spbu18.2017.205

В настоящее время в связи с ухудшением экономической ситуации в России проблематика предпочтений кредиторов финансово несостоятельных компаний является крайне актуальной. В 2014 г. российская экономика впервые с 2009 г., на который пришелся пик мирового кризиса, оказалась в состоянии рецессии, вызванной в первую очередь падением цен на энергоресурсы и экономическими санкциями. В 2015 г. ВВП сократился на 3,7%, небольшое снижение имело место и в 2016 г. Многие компании оказались на грани процедуры банкротства.

Авиакомпании в значительной степени зависят от конъюнктуры рынка авиаперевозок, который весьма чувствителен к макроэкономической ситуации, а капиталоемкость бизнеса только усугубляет проблемы. В течение 2014–2015 гг. с серьезными финансовыми трудностями столкнулись российские авиакомпании «ЮТэйр» и «Трансаэро»: первая в 2015 г. прошла через реструктуризацию, а вторая в октябре того же года была признана банкротом. «Аэрофлот» — крупнейшая российская авиакомпания — в эти годы показал убытки. При этом, согласно экспертам Ассоциации эксплуатантов воздушного транспорта (см., напр.: [В поиске..., 2015]), российская авиация только входит в новый кризисный период, характеризующийся низкой покупательной способностью, сокращением международных перевозок и удорожанием заемных средств, вызванным повышением процентных ставок в России и ростом недоверия к авиакомпаниям со стороны финансовых институтов.

В 2015 г. кредиторами авиакомпании «Трансаэро», крупнейшими из которых являются ВТБ (кредит на сумму 12,7 млрд руб.), «Газпромбанк» и «Новикомбанк» (по 8 млрд руб.), «Промсвязьбанк» и «Московский кредитный банк» (по 7,5 млрд руб.), «Сбербанк» и «Россельхозбанк» (по 6 млрд руб.) [Полякова, 2015] и ее лизин-

годатели — ВЭБ и ВТБ, предоставившие самолетов на 55 млрд и 40 млрд руб. соответственно, — отказались от реструктуризации ее задолженности, отдав предпочтение банкротству. Возникает вопрос: что побудило кредиторов «Трансаэро» обанкротить компанию? Он особенно актуален на фоне того, что, например, в 2009 г. кредиторы одобрили реструктуризацию долга в финансово неустойчивых металлургических компаниях «Евраз», «Металлоинвест», «Мечел», «Русал» и ТМК (при этом три последние в 2010–2013 гг. провели повторную реструктуризацию, а «Мечел» — даже третью).

Наше предположение заключается в том, что предпочтения кредиторов «Трансаэро» были обусловлены тем, что ликвидационная стоимость компании существенно превышала ее стоимость в случае продолжения деятельности после реструктуризации (так называемый *going concern*).

В первом разделе статьи мы приводим обзор научной литературы, посвященной плюсам и минусам реструктуризации и банкротства, а также возможному влиянию на выход из предбанкротного состояния продажи активов компании. Далее в разделе, посвященном банкротству авиакомпании «Трансаэро», мы делаем краткий обзор состояния рынка авиаперевозок, описываем историю «Трансаэро», ее финансовое положение накануне банкротства и хронику событий, предшествовавших банкротству. Здесь мы также делаем обзор банкротств и реструктуризации российских и зарубежных авиакомпаний. В заключительной части мы моделируем рыночную стоимость самолетов «Трансаэро», описываем сценарии частичной продажи активов — самолетов, рассчитываем ликвидационную стоимость компании и ее стоимость в случае продолжения деятельности в урезанном виде после продажи части самолетов, сравниваем их и делаем выводы относительно целесообразности формального банкротства.

## 1. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ИЛИ БАНКРОТСТВО?

### 1.1. Реструктуризация и банкротство: плюсы и минусы

Согласно [Hotchkiss et al., 2008], компания является финансово неустойчивой, когда ее ликвидных активов недостаточно для погашения «жестких», т.е. имеющих четкие сроки выполнения, обязательств и контрактов, таких как купонные облигации.

Проблема финансовой неустойчивости разрешается либо через формальное банкротство в судебном порядке, либо через реструктуризацию в судебном или внесудебном (частном) порядке. Последняя подразумевает реструктуризацию активов, долговых контрактов или и того и другого. Реструктуризация активов обычно заключается в частичной или полной их продаже с целью получения дополнительных денежных средств для погашения обязательств.

Традиционно считается, что прямые и косвенные издержки проведения внесудебной реструктуризации в среднем ниже. Однако прибегать к ней целесообразно не всегда. Авторы [Gilson, John, Lang, 1990], проанализировав 169 случаев финансовой несостоятельности публичных компаний в 1978–1987 гг. в США, утверждают, что в среднем у компаний, обратившихся к частной реструктуризации, был примерно такой же уровень долга, как и у тех, что пошли на судебную. Однако они имели более высокий банковский долг, у них было меньше классов кредиторов и больше доля нематериальных активов, стоимость которых больше снижается в ходе судебного разбирательства. Частная реструктуризация завершилась успехом примерно в половине случаев.

Авторы исследования [Asquith, Gertner, Scharfstein, 1994] получили схожие выводы на выборке 102 компаний, выпустивших «мусорные» облигации в 1970–1980-е гг. и оказавшихся впоследствии

несостоятельными: серьезным препятствием для реструктуризации является такая структура долга, при которой у компании есть и обеспеченный банковский, и субординированный публичный долг.

В ходе реструктуризации для облегчения долговой нагрузки могут быть снижены процентные платежи и выплаты по телу долга, осуществлена пролонгация займа, предоставлено дополнительное финансирование или проведена конвертация долга в акции [Hotchkiss et al., 2008]. Согласно [Gilson, 1997], проблема частной реструктуризации состоит в том, что при ней уровень долга снижается незначительно по сравнению с судебной. Авторы [Asquith, Gertner, Scharfstein, 1994] выявили, что для 34 из 93 компаний рассмотренной ими выборки попытка обмена долгов на ценные бумаги и денежные средства закончилась успешно. При этом банкротами было объявлено только 26% компаний из совершивших обмен против 79%, выбравших другие способы реструктуризации.

Частная реструктуризация предоставляет больше шансов сохранить активы — зачастую поэтому к ней и прибегают. Однако [Asquith, Gertner, Scharfstein, 1994] было установлено, что на изученной выборке только 14% компаний, решившихся на продажу активов, впоследствии стали банкротами, в то время как среди не продававших активы компаний таковых было 49%. Вместе с тем, если кредиторы оказывают на компанию давление, заставляя ее осуществлять срочную продажу активов, возникает риск разрушения стоимости ее бизнеса и увеличения ликвидационных издержек, измеряемых как разница между текущей стоимостью активов и их стоимостью в случае срочной продажи.

Авторы работы [Benmelech, Bergman, 2008] показали, что пересмотр финансовых обязательств авиакомпаний довольно распространённое явление. Они отобрали данные по 25 американским публичным авиа-

компаниям в период с 1995 по 2005 г., составившим в совокупности 212 наблюдений, и пришли к выводу, что у финансово несостоятельных компаний с меньшей ликвидационной стоимостью воздушного флота больше шансов для успеха переговоров о пересмотре лизинговых платежей. Вероятность понижения лизинговых платежей повышается вместе с уменьшением возможностей передачи самолетов в лизинг другим авиакомпаниям.

Вопрос об эффективности реструктуризации долга остается открытым. С одной стороны, в работах [Lee, Cunney, 2004; Jory, Madura, 2010; Shaker, 2014] отмечалась позитивная реакция рынка на объявление о проведении реструктуризации. С другой стороны, авторы исследований [Hotchkiss, 1995; Alderson, Betker, 1995; Forte, Peña, 2011], анализировавшие ключевые показатели деятельности компаний до и после реструктуризации, показали, что реструктуризация не является гарантией улучшения эффективности деятельности компании — многие вынуждены проводить ее повторно.

## **1.2. Реализация активов авиакомпании в случае ее финансовой несостоятельности**

Ухудшение экономической ситуации компании может привести к вынужденной срочной распродаже активов (“fire sale”), без которой продавец не в состоянии рассчитаться с кредиторами. Она производится со значительной скидкой, вызванной срочностью из-за давления кредиторов.

Согласно исследованиям [Shleifer, Vishnu, 1992; 2011], как правило, наибольшую стоимость продаваемый актив имеет для компаний из той же отрасли, т.е. «экспертов» (specialists). Однако обычно активы продаются в периоды отраслевого кризиса, и «эксперты» тоже испытывают трудности и скорее являются продавцами аналогичного актива, нежели покупателем

ми. В качестве «неспециалистов» (non-specialists) на данном рынке выступают те, чья деятельность непосредственно не связана с продаваемыми активами. Отраслевой спад их не касается, но стоимость актива для них ниже. В результате возникает дисконт. Он выше не только в кризисных отраслях, но и в тех, где активы наиболее специфичны.

Из-за трудностей с оценкой фундаментальной стоимости актива большинство исследований дисконта при срочной продаже активов основывается на анализе реакции цены акций на объявление о ликвидации активов компанией. Положительная реакция трактуется как продажа активов без скидки к фундаментальной стоимости. В частности, в работе [Hite, Owers, Rogers, 1987] выявлена избыточная доходность у продавцов в размере 1,66% при частичной продаже активов и 12,24% — при объявлении о продаже всех активов компании. Авторы [Lang, Poulsen, Stulz, 1995] на основе анализа 151 сделки купли-продажи активов в период с 1984 по 1989 г. подтвердили наличие значительной положительной реакции цены акций только для компаний, планирующих выплатить все вырученные средства кредиторам.

Рынок поддержанных самолетов подпадает под такой тип рынка, где действуют «эксперты» (авиакомпания) и «неспециалисты» (операторы грузовых авиаперевозок, финансовые институты, среди которых больше всего лизинговых компаний, специализирующихся на воздушных судах, и даже государства). Кроме того, его можно охарактеризовать как узкий: количество сделок купли-продажи поддержанных коммерческих самолетов в среднем не превышает 20 в месяц, при этом на каждую модель приходится не более одной-двух сделок.

В исследовании [Pulvino, 1998] оценивается дисконт при продаже воздушных судов, причем автор опирается на цены продажи активов, а не на реакцию фон-

дового рынка на объявление о продаже. Согласно [Pulvino, 1998], цена продажи самолета и размер дисконта зависят от финансового состояния авиакомпании. Авиакомпания с высоким коэффициентом финансового рычага и низким коэффициентом ликвидности вынуждена продавать активы со средней скидкой в 14% от средней рыночной стоимости аналогичных самолетов. Эта тенденция особенно выражена в период рецессии в отрасли, когда конкуренция среди покупателей за суда низка, а риски, связанные с поиском арендатора самолета, высоки. Банки в период рецессии платят за самолеты на 30% меньше их средней рыночной цены. Вероятность продажи банку выше у фирм в сложном финансовом положении. В силу специфичности актива и его высокой стоимости цена реализации сильно коррелирует с количеством продаваемых самолетов: чем больше их выставляется на продажу, тем сильнее снижается цена отдельного самолета. В кризисный период цена каждого дополнительного продаваемого воздушного судна сокращается на 2–5%. Компании, находящиеся в тяжелом финансовом положении, в целях минимизации издержек в первую очередь продают наиболее изношенные самолеты. Например, чтобы сократить расходы на техническое обслуживание и ремонт, компания может продавать самолеты с самым коротким сроком до следующего капремонта.

## 2. БАНКРОТСТВО АВИАКОМПАНИИ «ТРАНСАЭРО»

### 2.1. Общий обзор рынка авиаперевозок

Поскольку размер дисконта на самолеты «Трансаэро» зависит от состояния глобального рынка авиаперевозок, приведем краткий обзор его конъюнктуры. Несмотря на осложнение макроэкономической ситуа-

ции в отдельных регионах, мировой рынок авиаперевозок продолжает расти. По данным IATA (The International Air Transport Association), мировая авиационная отрасль в 2015 г. продемонстрировала рост пассажирооборота на 6,5% [Air Passenger..., 2015], при этом темпы роста превысили показатели 2014 г. (5,9%) и средний показатель за десятилетие (5,5%) [Air Passenger..., 2014]. В 2015 г. загрузка самолетов достигла рекордной отметки в 80,3% (против 79,9% в 2014 г.), поскольку почти во всех регионах темпы роста пассажирооборота превышали рост провозной мощности авиаперевозчиков. Таким образом, мировой рынок авиаперевозок функционирует в благоприятных экономических условиях.

Согласно данным Росавиации, в нашей стране по итогам 2015 г. объем перевозок пассажиров составил 92,1 млн человек, что на 1,1% меньше соответствующего показателя 2014 г. [Основные показатели..., 2016]. Трудности российской гражданской авиации начались еще в 2014 г., когда только стала ощущаться «предкризисная» турбулентность. В 2015 г. прибыльность авиакомпаний также снижалась. Отчасти это объясняется продолжавшейся девальвацией рубля, которая повлекла за собой падение спроса на международные перевозки и увеличила расходы авиакомпаний, в том числе и на лизинг воздушных судов, платежи по которому фиксированы в валюте. Свою роль сыграли и экономические санкции против России, повлекшие снижение деловой активности. Падение цен на нефть и авиационное топливо позволило отчасти компенсировать негативное влияние курсовых колебаний. В 2015 г. международные перевозки сократились на 15,8% — до 39,5 млн пассажиров. Отчасти сокращение международных перевозок было компенсировано ростом внутренних на 13,6%; они составили почти 52,6 млн человек. В конце 2015 г. после банкротства «Трансаэро» трафик резко упал. Тем не

менее процент занятости пассажирских кресел на международных и на внутренних линиях увеличился на 0,3 и 0,2 п. п. и составил 82,2 и 76,6% соответственно.

## 2.2. История компании «Трансаэро»

«Трансаэро» — первая частная авиакомпания России. Она начала деятельность в 1991 г. и первой предложила услуги бизнес-класса на внутренних рейсах, а также запустила программу поощрения постоянных пассажиров. С 2011 г. компания приступила к развитию сегмента грузовых перевозок. Компания вошла в число 20 самых безопасных авиационных компаний мира в рейтинге JACDEC и получила наивысший рейтинг безопасности (7 звезд) портала Airline Ratings.

Флот компании вырос с единственного собственного самолета Ил-86 в 1992 г. до 109 самолетов на 27 октября 2015 г. В 2005 г. в эксплуатацию поступили самолеты Boeing 747, ранее не использовавшиеся ни одним из операторов СНГ или Восточной Европы. В 2007 г. компания стала обладательницей самого большого парка дальнемагистральных самолетов среди компаний данных стран, а в 2009 г. вошла в десятку крупнейших мировых авиаперевозчиков на туристических маршрутах. В 2011 г. «Трансаэро» заказала самолеты Airbus A380 и A320neo, в 2014 г. взяла в операционный лизинг 6 воздушных судов Airbus A321 и подписала меморандум о намерениях на поставку 8 самолетов Airbus A330-300 и 12 Airbus A330-900neo в 2016–2022 гг.

«Трансаэро» имела транспортные узлы в аэропортах Москвы (Внуково и Домодедово), Санкт-Петербурга, Екатеринбургa и Новосибирска и развитую маршрутную сеть, которая на конец 2014 г. состояла из 260 внутренних и международных направлений, при этом на все казахстанские направления из России у нее была монополия.

В 2013 г. «Трансаэро» впервые в истории российских авиакомпаний получила премию World Airline Awards, учрежденную агентством Skytrax, в номинации «Авиакомпания мира, добившаяся наибольшего прогресса»: она нарастила пассажиропоток с 6,6 млн в 2010 г. до 13,2 млн человек в 2014 г. За январь–сентябрь 2015 г. она перевезла 10,8 млн пассажиров, что на 3,2% больше, чем за аналогичный период 2014 г., и увеличила коэффициент занятости кресел с 83,5% в 2014 г. до 86,3% [Основные показатели..., 2015]. По итогам 2014 г. авиакомпания являлась второй авиакомпанией в России. Ее доля в пассажирообороте на международных линиях составила 23%, а на внутренних — 19%.

Многие связывают достижения компании с организованным в 1991 г. и возглавлявшимся Т. Анодиной, непосредственно связанной с авиакомпанией «Трансаэро», Межгосударственным авиационным комитетом (МАК), который до ноября 2015 г. выполнял функции сертификации воздушных судов, авиакомпаний и аэропортов. Распоряжением правительства РФ от 2 декабря 1994 г. № 1898-р для «Трансаэро» (наряду с «Аэрофлотом») была установлена индивидуальная льгота, освобождавшая от уплаты таможенных пошлин, сборов и налогов ввозившуюся ею технику сроком на пять лет. В декабре 1999 г. срок их действия был продлен на пять лет. При этом «Аэрофлот» ориентировался на покупку новых самолетов, а «Трансаэро» пользовалась льготами для пополнения парка сравнительно дешевыми старыми «боингами».

При высоком среднем возрасте самолетов «Трансаэро» не испытывала сложности с получением сертификата эксплуатанта. При этом по состоянию на 30 июня 2015 г. возраст 25 из 105 эксплуатировавшихся воздушных судов превышал 20 лет. Многие самолеты были получены из стран третьего мира, для которых характерна

низкая культура эксплуатации авиационной техники. Имея право самостоятельного технического обслуживания самолетов, авиакомпания сэкономила на их обслуживании. В результате проверки воздушных судов после банкротства «Трансаэро» были выявлены факты замены частей самолетов деталями других судов, а их общее техническое состояние было оценено как неудовлетворительное. В целом рейтинги безопасности авиакомпании вызывают сомнение.

Авиакомпания получала лучшие и наиболее востребованные направления и, будучи частной, осуществляла полеты и по направлениям, где действовали двусторонние соглашения о национальных перевозчиках.

### **2.3. Финансовое состояние «Трансаэро» перед банкротством и хроника банкротства**

Компания «Трансаэро» демонстрировала стабильный рост натуральных показателей и выручки: в 2012–2014 гг. пассажиропоток удвоился, средний темп прироста выручки составил 20%, а коэффициент занятости кресел был выше, чем у основных российских конкурентов. Однако ее финансовые показатели свидетельствовали о финансовой несостоятельности.

В частности, коэффициенты ликвидности указывали на низкую способность обслуживать краткосрочные обязательства. Коэффициент текущей ликвидности продемонстрировал, что чистый оборотный капитал был отрицательным (в конце 2014 г. он составил –66,51 млрд руб.) и полная ликвидация оборотных активов позволила бы покрыть только 18% краткосрочных обязательств (на конец 2012 г. — 24%; изменение оборотного капитала по сравнению с концом 2012 г. достигло –28,58 млрд руб.). Коэффициент быстрой ликвидности также уменьшился за три года, составив в конце 2014 г. 0,07 (это

означает, что только 7% краткосрочных обязательств могло быть удовлетворено мгновенно) против 16% в конце 2012 г. Показатели текущей и быстрой ликвидности «Аэрофлота» превышали показатели «Трансаэро» в 4–6 раз на всем рассматриваемом периоде.

В 2012–2014 гг. маржа чистой прибыли компании была отрицательной, в 2013–2014 гг. она составила –12%. Убытков в 2014 г. не удалось избежать и «Аэрофлоту», маржа чистой прибыли которого составила –5,36%, однако в предшествующие годы она оставалась положительной.

Необходимо отметить, что отрицательной была и рентабельность активов, которая несколько улучшилась к 2014 г. и составила –7,5% (у «Аэрофлота» — –6,2%). В 2014 г. 100 руб. активов генерировали только 59 руб. выручки, оборот совокупных активов снизился по сравнению с 2012 и 2013 гг. (0,99 и 1,04 соответственно). Его падение объясняется резким ростом числа самолетов в финансовом лизинге, т.е. на балансе. Показатель оборота суммарных активов «Аэрофлота» превышал единицу на всем периоде.

Структура капитала «Трансаэро» характеризовалась значительным превышением заемных средств над собственными, по состоянию на конец 2014 г. соотношение заемного и собственного капиталов составило 3,2. Такая ситуация типична для отрасли из-за наличия у авиакомпаний очень хороших активов для залога — самолетов. (Соотношение заемного и собственного капиталов «Аэрофлота» колебалось в пределах от 1 до 2, однако в 2014 г. оно увеличилось до 5,1 из-за увеличения долга вдвое.) Показатель «чистый долг/*EBITDA*» «Трансаэро» в 2014 г. превысил 20. У авиакомпании не могло не возникнуть проблем с обслуживанием долгов.

В мае 2015 г. в СМИ началось активное обсуждение финансового состояния «Трансаэро». Одним из катализаторов этого стал пересмотр ею отчетности за 2012–2014 гг.

в сторону увеличения чистого убытка, другим — неплатежи по долгам банкам, несмотря на получение государственной поддержки в декабре 2014 г. В августе 2015 г. «Трансаэро» обратилась в Минтранс с просьбой о содействии в продлении ковенантных каникул отказавшими в реструктуризации долгов банками — «Сбербанком», Банком ВТБ и «Всероссийским банком развития регионов». В результате по решению кредитного комитета «Сбербанка» ковенантные каникулы для «Трансаэро» были продлены до 1 октября 2015 г.

1 сентября 2015 г. появилась информация о готовящейся сделке по приобретению «Аэрофлотом» 75% плюс одной акции «Трансаэро» по символической цене 1 руб. Эта сделка должна была состояться до конца сентября. Она подразумевала реструктуризацию «Трансаэро» и ее операционную интеграцию в «Аэрофлот». Сторонам удалось заручиться предварительным одобрением ФАС. 7 сентября «Трансаэро» перешла под его операционное управление. Предполагалось, что «Аэрофлот» приступит к обслуживанию долга «Трансаэро» после согласования плана реструктуризации банками. Вслед за обнародованием планов поглощения Fitch понизил долгосрочные рейтинги «Аэрофлота» в иностранной и национальной валюте с «BB-» до «B+». Это решение было продиктовано как негативными ожиданиями в отношении самого «Аэрофлота», так и опасениями отрицательных финансовых последствий покупки «Трансаэро».

Однако к установленному сроку — 28 сентября — требуемый пакет акций «Трансаэро» собран не был. Окончательно ее судьба была решена 1 октября 2015 г. на совещании у премьер-министра РФ Д. Медведева с участием «Аэрофлота», кредиторов и лизингодателей. «Аэрофлот» отказался от приобретения «Трансаэро», взяв на себя обязательства как перед ее пассажирами, для выполнения которых была обещана правительственная субси-

дия, так и перед работниками по частичному смягчению негативных социальных последствий для них. Авиакомпанию «Трансаэро» было принято решение обанкротить.

На следующий день после совещания «Альфа-банк» опубликовал уведомление о намерении обратиться в арбитражный суд с заявлением о признании «Трансаэро» несостоятельной. За этим последовали аналогичные сообщения «Сбербанка», ВТБ и «Газпромбанка».

20 октября 2015 г. В. Филев, совладелец авиакомпании S7, объявил о готовности выкупить 51% «Трансаэро» и объединить ее с входящими в группу S7 перевозчиками. Долг «Трансаэро» предлагалось конвертировать в 49% акций объединенной компании. Возможность спасения «Трансаэро» обосновывалась наличием схожего опыта у S7 (о чем речь пойдет далее). Необходимо отметить, что конвертация долга в акции, по сути, означала бы его списание. Однако сделка с «Трансаэро» так и не была осуществлена, так как, согласно официальной версии, ее владельцам не удалось высвободить из-под залога 51% акций компании.

26 октября 2015 г. Росавиация аннулировала сертификат эксплуатанта «Трансаэро». В этот день авиакомпания остановила полеты и заявила о своем намерении обратиться в арбитражный суд с заявлением о признании себя банкротом.

#### **2.4. Краткий обзор банкротств авиакомпаний в мире**

Истории мировой авиации известно много случаев банкротств авиакомпаний. Их основными катализаторами являются рыночные, авиационные и репутационные риски, связанные с террористическими атаками. Существенное влияние на авиационную отрасль оказывают риски, связанные с изменением законодательной базы. Например, негативно сказался на

результатах деятельности американских авиакомпаний закон о дерегулировании отрасли, принятый Конгрессом США в 1978 г. Многие компании начали испытывать серьезные финансовые проблемы и были ликвидированы или объявили себя банкротами.

Первым банкротом такого рода стала компания Eastern Air Lines. Ее финансовые проблемы были вызваны тем, что снижение цен на билеты из-за дерегулирования совпало с ростом цен на топливо, а затраты на персонал не удалось сократить из-за профсоюзов. Несмотря на сокращение персонала, продажу маршрутов и других активов, компания обанкротилась в январе 1991 г.

В том же году прекратил существование другой авиагигант — Pan American World Airways (Pan Am). Впервые с финансовыми проблемами компания столкнулась в 1973 г., когда в результате взлетевших цен на нефть и цен на билеты снизилась загрузка ее флота. Тогда компанию удалось спасти, сократив флот и сотрудников и урезав зарплаты оставшемуся персоналу. Неудачным оказалось приобретение в 1980 г. компании National Airlines в целях расширения внутренних перевозок: маршрутная сеть выросла незначительно, а Pan Am понесла убытки из-за освоения нового флота. Пытаясь стабилизировать финансовое положение, она распродала непрофильные активы — доли в крупных компаниях, сеть отелей InterContinental и офисное здание на Манхэттене. Еще одной проблемой стала популярность компании среди террористов из-за ее статуса неофициального национального перевозчика США: количество пассажиров сокращалось, а расходы на урегулирование исков родственников погибших в результате террористических атак росли. Последним потрясением стал взлет цен на топливо из-за войны в Персидском заливе, начавшейся в 1990 г. Компания начала сокращать персонал и продавать маршруты и самолеты, однако это ее не спасло.

Еще один громкий случай банкротства в США имел место в 2001 г., когда с финансовыми трудностями не справилась компания Trans World Airlines (TWA), основанная еще в 1925 г. Проблемы TWA начались в 1992 г., когда компания находилась под управлением рейдера Карла Айкена, нацеленного на получение краткосрочной выгоды. Накопившиеся долги за заказанные ранее самолеты вынудили его продать шесть наиболее прибыльных маршрутов — из США в Лондон. Затем из-за войны в Персидском заливе TWA столкнулась со снижением спроса на трансатлантические рейсы, которые были основным источником ее доходов, и в 1992 г. была вынуждена подать заявление о банкротстве. В 1993 г. компания была реструктурирована, и 55% ее акций перешло к кредиторам. Одним из кредиторов был сам Айкен, который в 1995 г. начал требовать возвращения долгов. В ответ TWA согласилась на сделку, позволявшую Айкену в течение восьми лет выкупать со скидкой 45% и перепродавать билеты на любые рейсы через хаб в Сент-Луисе. Низкие тарифы Айкена вынуждали TWA понижать собственные цены, что привело к потере 100 млн долл. в годовом выражении. В 1995 г. компания снова объявила себя банкротом. В том же году она вернулась на рынок как внутренний перевозчик, однако ее маршрутная сеть постоянно сокращалась, что вызвало новые финансовые проблемы. В конце 2001 г. TWA была куплена авиакомпанией American Airlines.

В отличие от своих конкурентов компания Delta Air Lines (Delta), основанная в 1924 г., продемонстрировала успешный выход из банкротства. К 1990 г., после приобретения прав на европейские маршруты Pan Am, стала самым крупным авиаперевозчиком через Атлантику по числу пассажиров. Однако следующее десятилетие неэффективного управления привело к тому, что в 2004 г. Delta объявила о реструктуризации. Она сократила рабочие места,

снизила зарплату, изменила тарифную политику и продала свое подразделение Atlantic Southeast Airlines. Однако этого оказалось недостаточно, и в сентябре 2005 г. компания с долговой нагрузкой более 20 млрд долл. объявила себя банкротом. К 2007 г. ускоренная реструктуризация активов и ребрендинг положительно сказались на ее состоянии. 30 апреля 2007 г. ее старые акции были аннулированы, а 3 мая на Нью-Йоркской фондовой бирже началось обращение новых. В октябре 2008 г. Delta купила Northwest Airlines и стала одной из самых крупных коммерческих авиалиний мира.

Десять лет спустя после поглощения TWA American Airlines, основанная в 1930 г., подала на банкротство. Ее финансовое состояние оценивалось как достаточно устойчивое, но в предшествующие 3,5 года компания понесла убытки в размере около 5 млрд долл. и хотела оптимизировать непомерные расходы, в том числе на рабочую силу. Перед компанией стоял выбор между реорганизацией под управлением внешних инвесторов или слиянием с другой крупной компанией — US Airways, которое она и предпочла. Сделка была завершена 31 марта 2014 г., и US Airways стала дочерней компанией American. По результатам 2014 г. прибыль объединенной компании составила 2,8 млрд долл., а в 2015 г. она заявила о почти трехкратном ее увеличении.

Национальный авиаперевозчик Италии — компания Alitalia — был признан финансово несостоятельным в 2008 г. Рассматривался вариант ее продажи Air France, однако сделка была остановлена премьер-министром Италии, выступившим против денационализации. По его инициативе итальянский парламент принял закон о банкротстве госкомпаний, и убытки Alitalia были списаны. Но уже в 2013 г. компания накопила задолженность около 1 млрд евро. В 2014 г. национальный перевозчик ОАЭ Etihad Airways приобрел 49%

акций Alitalia, инвестировав в компанию 1,75 млрд евро. Alitalia начала модернизацию воздушных судов, провела ребрендинг и разработала программу по улучшению качества обслуживания пассажиров. Выход на прибыльность планируется в 2017 г.

В 2001 г. спустя 70 лет существования был объявлен банкротом национальный перевозчик Швейцарии — Swissair. Среди причин краха называлась покупка долей в 20 небольших, не самых известных и преимущественно испытывавших финансовые трудности европейских перевозчиков с целью создания нового альянса Qualiflyer, о котором было объявлено в 1998 г. Ресурсы Swissair вскоре были истощены безвозвратной финансовой помощью менее успешным участникам альянса, и авиакомпания начала продавать свои активы, включая компанию Nuance, управляющую сетью магазинов предметов роскоши в аэропортах, а также сокращать персонал. С последовавшим после терактов 11 сентября 2001 г. кризисом мировой авиации Swissair справиться не удалось (по состоянию на 2001 г. ее долг составлял 7,8 млрд долл. и в 6 раз превысил величину собственного капитала), и в марте 2002 г. она прекратила свое существование.

В 2012 г. обанкротились и прекратили деятельность испанская Spanair и венгерская Malev. Первая на фоне экономического кризиса в Испании лишилась финансовой поддержки администрации Каталонии, владевшей 86% ее акций и инвестировавшей в нее ранее 200 млн долл. Malev же накопила долг в размере 270 млн долл. перед частными кредиторами и 100 млн долл. перед государством. Второй долг возник в результате требования Еврокомиссии вернуть незаконную, по ее мнению, финансовую помощь, оказанную государством компании в 2007 и 2010 гг.

В 2009 г., в разгар кризиса, допустила дефолт по облигациям на 2,3 млрд руб. авиакомпания S7 (тогда «Сибирь»), имевшая общий долг в 10,7 млрд руб. Два крупней-

ших кредитора — «Сбербанк» и ВТБ — отказали в реструктуризации долгов, однако компании удалось получить два 5-летних кредита на 8,9 млрд руб. у «Альфа-банка» под залог акций всех значимых компаний группы S7. Было продано 37 топливно неэффективных самолетов Ту-154 и Ил-86, и компания отказалась от контракта на поставку 15 Boeing 787 Dreamliner, что позволило вернуть депозит в 30 млн долл. Все эти средства были направлены на погашение задолженности. Уже в 2013 г. компания имела нулевой чистый долг.

Реструктуризацию финансовой задолженности проводила также российская авиакомпания «ЮТэйр». Ее финансовые трудности начались в 2014 г., когда долговая нагрузка превысила 160 млрд руб. «ЮТэйр» удалось согласовать план реструктуризации с синдикатом кредиторов из 11 банков, и 30 декабря 2015 г. ее задолженность была реструктурирована. Компания получила два синдицированных кредита на общую сумму 42,6 млрд руб. на срок 7 и 12 лет и разместила два облигационных займа в размере 13,3 млрд руб. с погашением также через 7 и 12 лет. Займы были обеспечены активами и поручительствами компаний Группы «ЮТэйр», а также госгарантией на сумму в 50% от семилетнего синдицированного кредита. В рамках программы повышения эффективности были осуществлены оптимизация маршрутной сети и сокращение парка воздушных судов на треть, что должно позволить сократить затраты на персонал и сэкономить до 100 млн долл. на лизинговых платежах.

Таким образом, наиболее распространенным методом оздоровления финансового состояния авиакомпаний является реструктуризация активов. В большинстве случаев они избавлялись от неэффективного парка воздушных судов и судов в лизинге и непрофильных активов. Законодательство США позволяет банкротящимся авиакомпаниям продавать и специфические для авиаотрасли активы — слоты, гейты и

маршруты. В дополнение авиакомпании концентрировали внимание на сокращении операционных издержек, в том числе затрат на оплату труда, пересматривали бизнес-модели. Наконец, компании прибегали к финансовой реструктуризации.

### **3. ВЫЯВЛЕНИЕ ПРЕДПОЧТЕНИЙ КРЕДИТОРОВ В ХОДЕ БАНКРОТСТВА АВИАКОМПАНИИ «ТРАНСАЭРО»**

#### **3.1. Расчет рыночной стоимости самолетов «Трансаэро» и моделирование их частичной продажи**

Рассчитаем рыночную стоимость самолетов «Трансаэро». О необходимости реструктуризации авиакомпании начали говорить еще в декабре 2014 — январе 2015 г., когда она получила госгарантию на 9 млрд руб. Поэтому реструктуризацию активов для наилучшего эффекта стоило проводить примерно в тот же период или ранее. Соответственно, в основе смоделированной далее реструктуризации лежит предпосылка о продажах самолетов авиакомпании в начале 2015 г.

По состоянию на 31 декабря 2014 г. парк воздушных судов «Трансаэро» насчитывал 104 самолета, из них 100 — иностранного производства. Как видно из табл. 1, большую часть парка составляли семейства узкофюзеляжных самолетов Boeing 737 (47 единиц) и широкофюзеляжных самолетов Boeing 747-400 (20 единиц). Авиапарк «Трансаэро» ежегодно пополнялся, за 2014 г. в него были добавлены четыре самолета Boeing 767-300 и два Boeing 737-800. В том же году «Трансаэро» заключила договоры с дочерней компанией International Commercial Bank of China на операционный лизинг шести воздушных судов Airbus A321, поставка которых была запланирована на 2015 г. В течение 10 месяцев 2015 г. в эксплуатацию был

Таблица 1

## Парк воздушных судов «Трансаэро» по состоянию на 27 октября 2015 г.

	Тип воздушного судна	Общее количество	В том числе в собственности	В том числе в финансовой аренде	В том числе в операционной аренде
Узкофюзеляжные	Boeing 737	48	6	21	21
	Ту-214	3	—	3	—
	Airbus A321	4	—	—	4
	Итого	55	6	24	25
Широкофюзеляжные	Boeing 767	18	3	5	10
	Boeing 777	14	1	12	1
	Boeing 747-400	20	—	18	2
	Итого	52	4	35	13
Грузовые	Ту-204С	2	—	2	—
	Всего	109	10	61	38

Источники: годовой отчет ОАО «Авиационная компания „Трансаэро“» за 2014 г.; консолидированная промежуточная финансовая отчетность ОАО «АК „Трансаэро“» за 6 месяцев, закончившихся 30 июня 2015 г.

введен еще один Boeing 737-800 и в операционную аренду поступили четыре из шести заказанных Airbus A321.

Однако воздушный парк «Трансаэро» являлся самым старым среди российских компаний. Средний возраст ее самолетов на 27 октября 2015 г. с учетом новых Airbus составлял 16,2 года, а до их поставки, на 30 июня 2015 г., — 17,1 года. Для сравнения: средний возраст самолетов «Аэрофлота» составлял 4,2 года, S7 — 8 лет, «ЮТэйр» и «России» — 12,5, «Уральских авиалиний» — 12,8 года. Почти 23% самолетов «Трансаэро» находилось в эксплуатации более 20 лет, при этом возраст семи самолетов Boeing 737-300 и Boeing 737-400 превысил 25 лет. Впрочем, срок фактической эксплуатации всех самолетов компании не превышал критического — 30 лет<sup>1</sup>, а к 2015 г. количество относительно новых

самолетов (с возрастом до 10 лет) составило 17 единиц, при этом срок эксплуатации шести из них не превысил года.

Большая часть воздушного парка «Трансаэро» эксплуатировалась на условиях финансовой и операционной аренды — 61 и 38 самолетов соответственно. Финансовая аренда подразумевает долгосрочный контракт, по окончании срока которого воздушное судно переходит в собственность к компании-лизингополучателю. В операционную аренду актив берется на основании краткосрочного контракта, по истечении срока которого судно может быть возвращено лизингодателю, все затраты по техническому обслуживанию самолетов несет лизингодатель. Оставшиеся 10 самолетов принадлежали «Трансаэро» на правах собственности, один из них (Boeing 737) был переведен из финансовой аренды в собственность летом 2015 г. Однако 9 самолетов (пять Boeing 737, один Boeing 777 и три Boeing 767) из 10 находились в залоге.

Расчет рыночной стоимости самолетов «Трансаэро» осуществлялся сравнительным методом на основе объявлений купли-продажи самолетов с учетом модификаций

<sup>1</sup> Предельный возраст эксплуатации для воздушных судов в РФ не установлен на законодательном уровне. Международная практика свидетельствует о возможности безопасного эксплуатации самолетов старше 30 лет при качественном и своевременном обслуживании. Однако 30 годами ограничивается, как правило, срок полезного использования фюзеляжа.

каждого типа за период с ноября 2015 по конец апреля 2016 г. Из оценки были исключены самолеты российского производства — три пассажирских Ту-214 и два грузовых Ту-204С, — так как не было найдено ни одного объявления о продаже таких самолетов и они были признаны самыми неликвидными в парке «Трансаэро». Поступившие в распоряжение авиакомпаний в 2015 г. пять самолетов не исключаются из рассмотрения, а оцениваются и продаются в рамках моделируемой реструктуризации активов.

Для сбора данных использовались электронные торговые площадки GlobalPlaneSearch.com, AeroController.com, Planespotters.net, Trade-A-Plane.com, Aerotrader.com, а также агрегирующий большинство объявлений ресурс PlaneSearchEngine.com. В результате были собраны выборки из 36 объявлений о продаже самолетов типа Boeing 737, 8 — Boeing 747-400, 13 — Boeing 767, 14 — Boeing 777 и 10 — Airbus A321. Наибольшую выборку удалось сформировать для Boeing 737, что объясняется распространенностью этой модели.

Далее необходимо было оценить влияние характеристик выставленных на продажу самолетов на их стоимость. В большинстве случаев информация о самолете исчерпывалась датой выпуска и конфигурацией салона. Существенная для эксплуатации воздушного судна информация (количество циклов «взлет–посадка», налет двигателей, техническое состояние и износ фюзеляжа) в объявлениях не раскрывалась. Самолетам давалась только краткая характеристика, например «превосходное состояние», «идеален для дальнемагистральных полетов», «отсутствуют винглеты» и т. д. Таким образом, возможно было выявить зависимость цены самолета лишь от его возраста и конфигурации. Однако учитывать конфигурацию салона нецелесообразно, так как затраты на ее изменение малы в сравнении с ценой сделки. Кроме того, в воздушном парке «Трансаэро» при-

существовали самолеты нестандартной конфигурации.

В результате для каждого типа самолета посредством регрессионного анализа выводилась зависимость цены воздушного судна только от его возраста. Затем рассчитывалась стоимость каждого самолета. Для описания зависимости использовалась экспоненциальная модель ( $Y = ae^{bX}$ , преобразованная для простоты вычисления в линейную модель вида

$$\ln Y = \ln a + bX,$$

где  $Y$  — рыночная цена самолета;  $X$  — его возраст.

Полученная зависимость цены самолета от его возраста описывается уравнениями, представленными в табл. 2. Все они характеризуются высокими коэффициентами дисперсии: их значения находились в промежутке от 0,76 для Airbus A321 до 0,87 для любых типов Boeing, все коэффициенты всех уравнений значимы на 1%-м уровне.

Полученная рыночная стоимость самолетов без учета Ту-214 и Ту-204С составила 113 811 млн руб. (1899 млн долл.). См. разбивку по типам самолетов в табл. 3.

На следующем этапе были определены те самолеты авиакомпании, которые подлежали в случае реструктуризации продаже и возврату лизингодателям:

- семь давно простаивавших самолетов;
- самолеты российского производства (в силу их топливной неэффективности);
- самолеты, чей возраст превысил 25 лет (дорогие в обслуживании);
- новые Airbus A321 («Трансаэро» эксплуатировала только самолеты Boeing, для освоения самолетов Airbus необходимо было бы понести дополнительные затраты на обучение персонала).

Кроме того, «продавались» 10 собственных самолетов «Трансаэро», в том числе семь находившихся под арестом в аэропортах за неуплату аэропортовых сборов. Арестованные самолеты не генерируют доходы, а сборы и штрафы платить

**Таблица 2**  
**Зависимость цены самолета от его возраста**  
**для разных типов самолетов**

Тип самолета	Уравнение
Boeing 737	$Y = 77\ 968_{\text{тыс. долл.}} + e^{-0,134X}$
Boeing 747*	$Y = 43\ 931_{\text{тыс. долл.}} + e^{-0,043X}$
Boeing 767	$Y = 29\ 177_{\text{тыс. долл.}} + e^{-0,035X}$
Boeing 777	$Y = 49\ 886_{\text{тыс. долл.}} + e^{-0,057X}$
Airbus A321	$Y = 63\ 952_{\text{тыс. долл.}} + e^{-0,108X}$

Примечание: \* — так как были найдены объявления о продаже только старых самолетов Boeing 747-400, полученная модель применима для расчета стоимости самолетов со сроком эксплуатации от 13 до 25 лет. Возраст самолетов «Трансаэро» данной модификации составляет от 14 до 22 лет.

**Таблица 3**  
**Рыночная стоимость парка самолетов**  
**«Трансаэро»**

Тип самолета	Стоимость	
	Млн руб.	Млн долл.
Boeing 737	41 838	697,9
Boeing 747	25 801	430,4
Boeing 767	15 621	260,6
Boeing 777	15 457	257,9
Airbus A321	15 095	251,8

Примечание: долларовая стоимость получена при пересчете по среднему курсу доллара за январь–октябрь 2015 г. (59,95 руб. за долл.).

необходимо. Также, как показал опыт S7, авиакомпания может успешно функцио-

нировать, не имея ни одного самолета в собственности. Наконец, исключались самолеты, фактически реализованные в период с сентября 2015 по март 2016 г. Кроме того, вполне разумно было бы оставить в парке более вместительные среди самолетов семейства 737 Boeing 737-800 и в связи с сокращением спроса на международные перевозки частично сократить количество Boeing 747-400, так как использовать самолеты с такой высокой кресельной емкостью на внутренних маршрутах почти невозможно. Как видно из табл. 4, парк воздушных судов «Трансаэро» мог быть сокращен до 69 самолетов. Таким образом, реструктуризация коснулась бы 35 самолетов без учета самолетов семейства Ту.

Однако отказ от самолетов, эксплуатировавшихся на условиях операционной аренды, не мог привести к уменьшению стоимости долга, так как долг за них находится на балансе лизингодателя. Сумму вырученных от продажи средств следует рассчитывать исходя из количества проданных самолетов, находившихся в собственности и финансовой аренде. Предположительно соотношение самолетов в финансовой и операционной аренде должно было остаться прежним — значит, на продажу помимо 10 собственных самолетов были бы выставлены еще 16 в финансовой аренде, а оставшиеся 9 самолетов в операционной аренде были бы просто воз-

**Таблица 4**  
**Парк «Трансаэро» после реструктуризации активов**

	Тип самолета	Вместимость самолета, чел.	Количество
Узкофюзеляжные самолеты	Boeing 737	53–158	31
	Итого		31
Широкофюзеляжные самолеты	Boeing 767	218–276	10
	Boeing 777	299–373	13
	Boeing 747-400	440–522	15
	Итого		38
	Всего парк		69

вращены лизингодателям. Таким образом, кресельная емкость оставшегося флота составила бы 18 491 кресло, а сумма вырученных денежных средств при частичной продаже самолетов могла достичь 27 821 млн руб. (464 млн долл.).

Однако в условиях вынужденной реализации активов их можно продавать только с дисконтом к рыночной цене. Несмотря на то что кризис российской авиационной отрасли локален и на мировом рынке сложились благоприятные условия для реализации самолетов, продажа воздушных судов должна была бы осуществляться со скидкой. В результате «каннибализации» воздушного флота компанией «Трансаэро» издержки приведения самолетов в удовлетворительное техническое состояние были высоки. Каннибализм принес ряд проблем банкам, сдававшим перевозчику самолеты в лизинг. С учетом данного фактора и результатов эмпирического исследования [Pulvino, 1998] предполагаемый размер дисконта составляет 15%. Сумма денежных средств, получаемая в результате продажи части самолетов со скидкой, снижается до 23 648 млн руб. (394 млн долл.). Вырученные средства могли бы быть направлены кредиторам.

Таким образом, сокращение авиапарка «Трансаэро» привело бы к сокращению кресельной емкости, снижению объема перевозок и потере компанией рыночной доли, как это произошло с авиакомпанией «Сибирь» в 2008 г. Однако «Трансаэро» могла начать зарабатывать. Снизились бы выплаты по лизингу. Продажа самолетов позволила бы уменьшить и другие операционные затраты, в том числе расходы на техническое обслуживание, а также сократить персонал и снизить соответствующие затраты. В результате сокращения своего флота «Трансаэро» была бы вынуждена провести оптимизацию маршрутной сети, избавившись от неприбыльных направлений. Но самым важным результатом продажи части самолетов стало бы частичное

погашение задолженности перед кредиторами. По состоянию на 31 декабря 2014 г. она могла бы быть снижена почти на 22%. Возможно, уменьшение тела долга после продажи самолетов позволило бы обслуживать оставшийся долг, и компанию не удалось бы спасти.

### **3.2. Оценка ликвидационной стоимости «Трансаэро»**

Далее необходимо определить ликвидационную стоимость компании, чтобы сравнить ее с оценкой стоимости после гипотетической реструктуризации активов. Так как самолеты представляют собой основной актив авиакомпании, ее ликвидационная стоимость близка к рыночной стоимости самолетов. Некоторые из оставшихся активов авиакомпании могут быть также реализованы. Как правило, ликвидационная стоимость активов определяется путем корректировки их балансовой стоимости на норму возврата (recovery rate), показывающую, какая доля балансовой стоимости будет реализована в случае продажи активов с учетом скидки.

В табл. 5 представлен расчет ликвидационной стоимости активов компании «Трансаэро» с учетом стандартных норм возврата для авиакомпаний. Согласно [Pulvino, 1998], расходные материалы для воздушных судов и запасы топлива могут быть проданы за 60% от балансовой стоимости: сделка по их продаже сопровождается высокими рисками, связанными с ее передачей новому владельцу. При продаже дебиторской задолженности учитывается только задолженность покупателей и заказчиков, а прочая «дебиторка» списывается полностью. Остальные активы авиакомпании предположительно не могут быть проданы. Полностью списываются денежные средства с ограниченным правом использования, т. е. зарезервированные под обеспечение аккредитива, компенсацию

Таблица 5

## Расчет ликвидационной стоимости активов «Трансаэро»

Активы	Балансовая стоимость по состоянию на 31 декабря 2014 г., тыс. руб.	Норма возврата, %	Ликвидационная стоимость, тыс. руб.
<i>Оборотные активы</i>			
Денежные средства и их эквиваленты	461 581	100	461 581
Краткосрочные финансовые инвестиции	246 850	100	246 850
Дебиторская задолженность покупателей и заказчиков	3 607 160	40	1 442 864
Расходные запчасти и запасы	5 786 898	60	3 472 139
Итого			5 623 434

работникам и оплату аэропортовых расходов, предоплата по налогам и налоги к возврату, а также предоплата за воздушные суда и капитальные ремонты, долгосрочные финансовые инвестиции, отложенные налоговые активы и нематериальные активы. Ликвидационная стоимость активов «Трансаэро», за исключением стоимости самолетов, составила 5623 млн, а самолетов в финансовой аренде и в собственности — 74 134 млн руб.

Таким образом, ликвидационная стоимость «Трансаэро» составила 79 757 млн руб. Согласно финансовой отчетности за 2014 г., задолженность авиакомпании перед кредиторами и лизингодателями на конец года равнялась 107 032 млн руб., и ликвидация компании позволила бы покрыть около 75% от этой суммы. Задолженность перед кредиторами и лизингодателями по состоянию на 30 июня 2015 г. возросла до 149 909 млн руб., ликвидация компании позволяла покрыть только на 52,2% — следовательно, 70 152 млн руб. кредиторы и лизингодатели лишились.

### 3.3. Оценка стоимости «Трансаэро» после частичной продажи активов: предпосылки

Как было показано ранее, продажа части активов «Трансаэро» позволила бы сократить долговую нагрузку почти на 22%.

Чтобы понять, достаточно ли этого для финансового оздоровления, необходимо рассчитать денежные потоки «Трансаэро» после реструктуризации.

#### Моделируемые сценарии

Для прогноза показателей использовалась пересмотренная в мае 2015 г. финансовая отчетность за три предшествующих банкротству года. Прогноз показателей осуществлялся на прогнозном и постпрогнозном периодах. Прогнозный период включает 6 лет (с 2015 по 2020 г.), в течение которых показатели авиакомпании динамично меняются, постпрогнозный период — дополнительные 8 лет (вплоть до 2028 г.), на протяжении которых она будет выплачивать оставшуюся задолженность кредиторам, а изменение ее показателей будет происходить постоянным темпом. Предполагается, что затем компания прекратит существование, так как через 14 лет все самолеты будут подлежать выбытию.

При оценке стоимости «Трансаэро» были рассмотрены два варианта динамики цен на нефть, влияющие на стоимость авиационного топлива, — высокие и низкие цены. Кроме того, рассматривались два варианта ценовой политики «Трансаэро» — «демпингует» и «не демпингует». Так как в июне–октябре 2015 г. компания не раз обвинялась в искусственном занижении цен — ее билеты были в среднем на 10% ниже рыноч-

Таблица 6

## Сценарии для оценки стоимости «Трансаэро»

		Ценовая политика «Трансаэро»	
		Не демпингует	Демпингует
Цена на нефть	Высокая	Сценарий 1	Сценарий 2
	Низкая	Сценарий 4	Сценарий 3

ных, — не исключено, что она могла бы продолжить эту политику. Рассматриваемые сценарии представлены в виде матрицы в табл. 6. Некоторые из сценариев менее логичны (трудно удерживать высокие цены при низкой цене нефти, т. е. неблагоприятной макроэкономической ситуации), однако нельзя исключать и маловероятные оптимистичные, чтобы установить, имелись ли перспективы выживания компании хотя бы при каком-то сценарии.

В 2015 г. компания продолжала полеты на протяжении девяти месяцев, и финансовая отчетность в публичном доступе имеется только за полгода. Вместе с тем из-за предпосылки о продаже самолетов в начале 2015 г. невозможно экстраполировать результаты первого полугодия на весь год. Поэтому для прогноза результатов 2015 г. используются один сценарий цены на нефть (соответствующий прогнозу цен на авиатопливо от Федерального управления гражданской авиации США и прогнозу IATA) и оба сценария ценовой политики.

*Выручка*

Сокращение кресельной емкости<sup>2</sup> неизбежно привело бы к потере рыночной доли «Трансаэро» на рынке пассажирских перевозок. Согласно прогнозу IATA, в 2015–2020 гг. темпы роста пассажиропотока в России должны составить около 3%. Ожидается дальнейшее сокращение международных перевозок, а рост внутренних будет

сдерживаться сокращением численности и старением населения: российский рынок опустится с 8-го места в мире по объему внутренних перевозок в 2014 г. до 12-го в 2020 г. [Air Passenger Forecast...]. Кроме того, вероятно, что пассажиропоток «Трансаэро» по итогам 2015 г. снизился бы из-за успешного запуска лоукостера «Аэрофлота» «Победа». Прогнозы IATA позволяют предположить, что 31%-е сокращение кресельной емкости «Трансаэро» сопровождалось бы приблизительно таким же сокращением количества перевезенных пассажиров за 2015 г., которое составило бы 8,98 млн человек. Наши предположения подтверждаются динамикой перевозок «ЮТэйр», предпринявшей сокращение авиапарка в начале 2015 г.: ее перевозки за январь–апрель 2015 г. упали на 36%.

Предполагается, что начиная с 2016 г. пассажиропоток снова начнет расти, а темпы его роста зависят от выбранного сценария. Поскольку авиакомпания не приобретает новые самолеты, то последующий рост пассажиропотока будет ограничен ее кресельной емкостью после реструктуризации. Так как нас больше всего интересует самый оптимистичный сценарий, в качестве оценки занятости кресел в прогнозном периоде принимался максимальный показатель в предшествующие годы — 83,7% в 2010 г. С новой кресельной емкостью «Трансаэро» сможет перевезти не более 9,4 млн человек в год.

Темпы роста пассажиропотока будут зависеть от цен на нефть и авиационное топливо, а также от ценовой политики «Трансаэро». Когда цены на авиатопливо высокие, а «Трансаэро» не демпингует (сценарий 1),

<sup>2</sup> Фактически она составила 26 036 кресел в 2014 г. и 26 930 — на 27 октября 2015 г., гипотетически (в случае продажи и возвращения лизингодателям 35 самолетов) — 18 649 кресел на начало 2015 г., т. е. на 31% меньше, чем в 2014 г.

ежегодный прирост цен на авиабилеты сначала снижает темпы роста пассажиропотока, а затем и вовсе вынуждает пассажиров переключаться на другие компании. Мы предположили, что в сценарии 1 пассажиропоток будет расти на 2 и 1% в 2015 и 2016 гг. соответственно, останется без изменений в 2017 г., а затем будет падать на 1%, а в сценариях 2 и 4 рост пассажиропотока в 2016 г. составит 4%, в сценарии 3 — 5%. Во всех сценариях компания упирается в кресельную емкость и максимальный коэффициент загрузки уже в 2016–2017 гг., поэтому дальнейшие темпы роста пассажиропотока не прогнозировались.

Выручка рассчитывалась путем умножения пассажиропотока на тариф в реальном выражении.<sup>3</sup> Для этого необходимо сделать прогноз тарифов на авиабилеты на основании предпосылок, соответствующих сценариям «„Трансаэро“ демпингует» и «„Трансаэро“ не демпингует». Если компания не демпингует, то цены на авиабилеты повторяют динамику цен на нефть и соответствуют рыночному уровню. Если она занижает тарифы, то цены на авиабилеты растут медленнее, чем цены на нефть.

### *Себестоимость*

Из полученной выручки вычиталась себестоимость услуг «Трансаэро», включающая расходы на авиатопливо, авионавигацию и наземное обслуживание, техническое обслуживание, борТПитание и материалы для обслуживания на борту, операционную аренду воздушных судов и двигателей, агентское вознаграждение, страхование и таможенные пошлины и сборы, амортизацию, расходы на персонал и другие расходы.

<sup>3</sup> Грузовые перевозки в прогнозе не учитывались, поскольку в структуре доходов они составляли лишь 4%. Кроме того, совокупный грузооборот растет низкими темпами, право авиакомпании осуществлять грузовые перевозки в страны ЕС действительно лишь до 2019 г., и неизвестно, будет ли оно продлено.

Авиатопливо сформировало 40,3% себестоимости «Трансаэро» в 2014 г. — 44 млрд руб. Расходы на одного перевезенного пассажира составили 3,3 тыс. руб., и этот показатель (в пересчете на доллары и с дальнейшими корректировками) применялся для прогноза расходов на топливо.

Нами использован прогноз цен на авиатопливо Федерального управления гражданской авиации США 2015 г. Как видно из табл. 7, согласно ему в течение 2015–2016 гг. цены на авиакеросин продолжают снижаться, однако с 2017 г. цена на топливо снова начнет расти и к 2020 г. его стоимость увеличится на 37% — до 287 центов за галлон. В долгосрочном периоде с 2021 по 2034 г. средний годовой рост составит 2,4%. Федеральное управление гражданской авиации США отмечало, что, несмотря на прогнозировавшееся падение цен на нефть до 60 долл. за баррель в 2015 г., прогноз цен на авиатопливо строился на предположении, что к 2021 г. цена на нефть превысит отметку в 100 долл.

Для расчета стоимости топлива в российских аэропортах к прогнозу делалась надбавка 5%. Согласно отчетам Aerofuels (<http://www.aerofuels.ru>), в России авиационное топливо дороже, чем, например, в Европе, и цена на него отклоняется от общемировой динамики на 3–8% в зависимости от региона и года. Учитывая, что объем международных перевозок сокращается, а внутренних — растет, самолеты будут заправляться преимущественно в России. Прогноз цен на топливо для России представлен в табл. 7. Для 2015 г. цены на авиационное топливо закреплялись на уровне скорректированного для России прогноза цен Федерального управления гражданской авиации США. Цены в период с 2016 по 2028 г. рассчитывались в соответствии со сценариями, представленными в табл. 7. Так как цена на нефть, согласно прогнозу Федерального управления гражданской авиации США, к 2021 г. превысит отметку в 100 долл. за баррель нефти, скор-

Таблица 7

## Прогноз цен на авиатопливо: мир и Россия

Год	Сценарий высоких цен на нефть			Сценарий низких цен на нефть	
	Общемировой прогноз		Прогноз для России	Общемировой прогноз	Прогноз для России
	Цена, центов за галлон	% изменения к предыдущему году	Цена, центов за галлон	Цена, центов за галлон	Цена, центов за галлон
2014	297		297	297	297
2015E	202	-32,2	212	202	212
2016E	196	-3,0	205	202	212
2017E	209	6,9	220	202	212
2018E	227	8,5	238	202	212
2019E	257	13,3	270	202	212
2020E	287	11,5	301	202	212
2021E–2028E	—	2,4	—	—	—

Составлено по: [FAA Aerospace Forecast...], расчеты авторов.

ректированный для российских условий прогноз был принят в качестве сценария высоких цен на нефть и, соответственно, в расчетах использовались более высокие цены на авиатопливо. Цены на авиатопливо, соответствующие сценарию низких цен на нефть, принимались равными константе — 212 центам за галлон, — что соответствует цене в 60 долл. за баррель нефти.

Для получения прогнозного значения совокупных расходов на авиатопливо прогнозная стоимость топлива умножалась на его расход на одного пассажира и на количество перевезенных пассажиров. Данный расчет представляется корректным, так как прогнозируется примерно такая же загрузка самолетов, как и историческая.

При операционном лизинге платежи по договорам аренды списываются на себестоимость, а лизингодатель начисляет амортизацию и возмещает авиакомпаниям фактические затраты на ремонт. Соответственно, при расчете амортизационных отчислений самолеты в операционной аренде не учитывались.

В отчетности авиакомпании структура основных средств не раскрывается, и при прогнозировании амортизационных отчислений предполагается, что основные

средства включают только самолеты. Для воздушных судов, находящихся в собственности или в финансовом лизинге, фиксированные амортизационные отчисления рассчитывались путем умножения средней ставки амортизации за период 2012–2014 гг. (3,51%), которая определялась как среднее отношение амортизационных отчислений к балансовой стоимости основных средств, на балансовую стоимость активов после реструктуризации. Она составила 84 135 млн руб., а амортизационные отчисления — 2956 млн руб. в год за весь период, так как выбытия самолетов не предполагается.

Остальные эксплуатационные расходы рассчитывались по фиксированной доле в выручке на основе средней за три года (2012–2014 гг.).

*Другие предпосылки*

Так как оценка стоимости «Трансаэро» основывается на предположении, что увеличение флота производиться не будет, капитальные затраты принимались равными нулю. Изменения оборотного капитала в модели учитывали сокращение бизнеса из-за продажи части самолетов. Дебиторская задолженность для каждого

года рассчитывалась как ее среднее значение по отношению к выручке 2012–2014 гг., умноженное на ее прогнозное значение. Расходы на запчасти и запасы определялись путем умножения их средней доли в расходах на техническое обслуживание за 2012–2014 гг. на прогнозное значение этих расходов. Кредиторская задолженность — как доля кредиторской задолженности в себестоимости за 2012–2014 гг., умноженная на ее прогнозное значение.

Финансовый поток «Трансаэро» состоит из погашения кредитов и займов и погашения долга по финансовой аренде. Предполагается, что погашение тела долга и процентов будет производиться равными платежами на протяжении 14 лет. Срок погашения задолженности, которая составляет 83 384 млн руб., определялся как срок полезной эксплуатации самолетов (30 лет) за вычетом среднего возраста самолетов «Трансаэро» (16 лет) после реструктуризации. Рублевая процентная ставка принималась равной 16,6%. Ежегодный аннуитетный платеж составил 15 652 млн руб.

В данной статье не рассматривается подход к расчету средневзвешенной стоимости капитала (WACC) «Трансаэро». Стоимость как заемных, так и собственных средств компании-банкрота трудно прогнозировать исходя из текущих ставок, четко не определено и соотношение собственных средств к заемным. И наконец, ставка дисконтирования в нашем случае не имеет принципиального значения: как будет показано далее, во все годы по обоим сценариям чистые денежные потоки компании оказываются меньше аннуитетных выплат по кредитам.

### **3.4. Стоимость бизнеса «Трансаэро» после частичной продажи активов: сравнение с ликвидационной стоимостью**

Для понимания того, смогла бы авиакомпания обслуживать свой уменьшившийся долг, необходимо подсчитать ее чистый

денежный поток до выплат кредиторам. Согласно предложенной модели в сценариях 2 и 3 он отрицателен на всем прогнозном периоде, в сценариях 1 и 4 — положителен, но существенно меньше размера аннуитетных платежей (табл. 8 и 9).

Оценка стоимости авиакомпании для четырех сценариев показала, что независимо от цен на нефть стоимость бизнеса (enterprise value — EV) «Трансаэро» положительна, только если авиакомпания не занижает рыночные цены (табл. 9).

Стоимость бизнеса за вычетом чистого долга (т.е. стоимость акционерного капитала) является отрицательной при всех сценариях. Это соответствует тому, что во всех сценариях денежные потоки до выплат кредиторам меньше этих выплат (табл. 10).

Итак, гипотетическая реструктуризация активов «Трансаэро» не оказала бы существенного влияния на ее финансовую устойчивость. Компания по-прежнему будет не способна справиться с чрезмерной долговой нагрузкой. Нами были оценены варианты возможной реструктуризации ее обязательств. Ситуация в компании настолько тяжелая, что логично, чтобы рассматривать только списание задолженности.

В двух сценариях из четырех (оба — «демпингует») даже списание 100% долга не позволило бы компании выйти из состояния банкротства (табл. 11). В двух других сценариях частичное списание задолженности дало бы возможность компании обслуживать оставшийся после списания долг. В случае низких цен на нефть (сценарий 4) компании потребовалась бы помощь банков и лизингодателей в виде списания 80% задолженности, а в случае высоких цен (сценарий 1) для финансового оздоровления компании необходимо было бы списать 86%.

При любом сценарии стоимость бизнеса «Трансаэро» не превышает ее оценочной ликвидационной стоимости — 102 363 млн руб. Выбрав ликвидацию компании и рас-

Таблица 8

**Прогнозируемый чистый денежный поток «Трансаэро»  
в прогнозном периоде, тыс. руб.**

Сценарий	Год					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Сценарий 1	-2464	2195	3102	3412	4131	4184
Сценарий 2	7847	-2408	-4136	-6443	-8996	-12 254
Сценарий 3	8173	-2205	-4548	-6325	-7924	-9364
Сценарий 4	11 409	2719	2465	2409	2409	2409

Таблица 9

**Стоимость бизнеса «Трансаэро», млн руб.**

		Ценовая политика «Трансаэро»	
		Не демпингует	Демпингует
Цена на авиатопливо	Высокая	12 453,59	(43 408,80)
	Низкая	21 211,12	(31 631,77)

Таблица 10

**Стоимость собственного капитала «Трансаэро» (млн руб.)**

		Ценовая политика «Трансаэро»	
		Не демпингует	Демпингует
Цена на авиатопливо	Высокая	(70 931)	(126 793)
	Низкая	(62 173)	(115 016)

Таблица 11

**Размер списания задолженности «Трансаэро» после реструктуризации,  
необходимый для неотрицательной стоимости акционерного капитала**

		Ценовая политика «Трансаэро»	
		Не демпингует	Демпингует
Цена на авиатопливо	Высокая	80%	> 100%
	Низкая	86%	> 100%

продав ее активы, кредиторы могут вернуть около 52% задолженности. Кроме того, большинству банков списание долгов авиакомпания грозило серьезными финансовыми проблемами вплоть до банкротства. Процедура банкротства была инициирована обеспеченными кредиторами, которые ничего не выигрывали от продолжения деятельности компании.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Кредиторам крайне важно принимать обоснованные решения в отношении финансово несостоятельных компаний. Банкротство тех, кто мог бы выжить при реструктуризации и рассчитаться с долгами, ухудшает позицию как самих кредиторов, так и всех стейкхолдеров компании.

И напротив, попустительство в отношении тех, кто перспектив оздоровления не имеет, в конечном итоге может привести к большему списаниям долгов, чем при своевременной ликвидации.

Выбор между реструктуризацией и банкротством представляет собой важное решение в ситуации финансово несостоятельной компании. Такое решение может оказать существенное влияние на стоимость компании / ее активов для кредиторов. В статье предпринята попытка проверить предположение, согласно которому кредиторы авиакомпания «Трансаэро» отказались от ее реструктуризации из-за существенного превышения ликвидационной стоимости активов компании над стоимостью ее бизнеса. Оно было подтверждено.

Нами была проведена оценка рыночной стоимости самолетов «Трансаэро» на основе данных из размещенных на электронных торговых площадках объявлений о продаже воздушных судов. В случае ликвидации задолженность компании была бы покрыта на 52%.

В условиях реструктуризации активов (продажи 35 самолетов) компания смогла бы снизить свою долговую нагрузку на 22%. Расчеты денежных потоков с учетом возможного снижения долговой нагрузки показали, что гипотетическая реструктуризация активов не оказывает существенного влияния на финансовую устойчивость «Трансаэро»:

- стоимость бизнеса не превышает ликвидационную стоимость ее активов;
- стоимость собственного капитала отрицательна для всех сценариев;
- прогнозные операционные потоки ниже аннуитетных платежей, что свидетельствует о неспособности компании обслуживать свой долг даже после реструктуризации.

Потери кредиторов при проведении реструктуризации существенно превысили бы потери от ликвидации компании при любом рассмотренном сценарии: кредиторы понесли бы убытки в размере от 60 до 78% от изначальной суммы долга.

Итак, результаты анализа демонстрируют следующее. Во-первых, при любом сценарии продолжения деятельности авиакомпании «Трансаэро» убытки кредиторов выше, чем при ликвидации компании. Во-вторых, банкротство было инициировано защищенными кредиторами, чьи убытки при ликвидации еще меньше.

Таким образом, выбор кредиторов в ходе банкротства авиакомпании «Трансаэро» в пользу ее ликвидации был экономически рационален. Полученный результат особенно важен с учетом многочисленных голосов в пользу реструктуризации, за которую выступали мелкие банки, кредитовавшие «Трансаэро» без залога, менеджмент и другие. Статья также развенчивает точку зрения, что банкротство было политическим решением, которое погубило перспективную компанию.

## ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

- В поиске антикризисных мер для воздушного транспорта. 2015. *Деловой авиационный портал АТО.RU*. Октябрь. [Электронный ресурс]. <http://www.ato.ru/content/forum-krylya-rossii-2015-v-poiske-antikrizisnyh-mer-dlya-vozdushnogo-transporta>
- Полякова Ю. 2015. Банкротство «Трансаэро» ударит по подконтрольному «Ростеху»

- банку. *RBC.RU*. [Электронный ресурс]. <http://www.rbc.ru>
- Основные показатели работы гражданской авиации России за январь–сентябрь 2014–2015 гг.* 2015. Федеральное агентство воздушного транспорта (Росавиация), 26 октября 2015 г. <http://favt.ru/novosti-novosti/?id=1994>

Основные показатели работы гражданской авиации России за январь–декабрь 2014–2015 гг. 2016. Федеральное агентство воз-

душного транспорта (Росавиация), 26 января 2016 г. <http://favt.ru/novosti-novosti/?id=2337>

## REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Air Passenger Forecast. Global Report.* The International Air Transport Association (IATA). <https://www.iata.org>
- Air Passenger Market Analysis.* 2014. The International Air Transport Association (IATA). December 2014. <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/passenger-analysis-dec-2014.pdf>
- Air Passenger Market Analysis.* 2015. The International Air Transport Association (IATA). December 2015. <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/passenger-analysis-dec-2015.pdf>
- Alderson M. J., Betker B. L. 1995. *Liquidation vs. Continuation: Did Reorganized Firms Do the Right Thing?* Working Paper.
- Asquith P., Gertner R., Scharfstein D. 1994. Anatomy of financial distress: An examination of junk bond issuers. *Quarterly Journal of Economics* 109 (3): 625–658.
- Benmelech E., Bergman N. K. 2008. *Liquidation Values and the Credibility of Financial Contract Renegotiation: Evidence From U.S. Airlines.* NBER Working Paper Series No. 14059.
- FAA Aerospace Forecast. Federal Aviation Administration. Fiscal Years 2015–2035.* [https://www.faa.gov/data\\_research/aviation/aerospace\\_forecasts/media/2015\\_national\\_forecast\\_report.pdf](https://www.faa.gov/data_research/aviation/aerospace_forecasts/media/2015_national_forecast_report.pdf)
- Forte S., Peña J. I. 2011. Debt refinancing and credit risk. *The Spanish Review of Financial Economics* 9 (1): 1–10.
- Gilson S. C. 1997. Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms. *Journal of Finance* 52 (1): 161–196.
- Gilson S. C., John K., Lang L. H. P. 1990. Troubled debt restructuring: An empirical study of private reorganizations of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27 (2): 315–353.
- Hite G. L., Owers J., Rogers R. C. 1987. The market for interfirm asset sales: Partial sell-offs and total liquidations. *Journal of Financial Economics* 18 (2): 229–252.
- Hotchkiss E. S. 1995. Post-bankruptcy performance and management turnover. *Journal of Finance* 50 (1): 3–21.
- Hotchkiss E., John K., Mooradian R., Thorburn K., 2008. Bankruptcy and the resolution of financial distress. In: Eckbo B. E. (ed.). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance.* Vol. 2. Ch. 14. Elsevier/North-Holland.
- Jory S. R., Madura J., 2010. The long-run performance of firms emerging from Chapter 11 bankruptcy. *Applied Financial Economics* 20 (14): 1145–1161.
- Lang L., Poulsen A., Stulz R. 1995. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics* 37 (1): 3–37.
- Lee J. T., Cunney J. 2004. *The Chapter After Chapter 11.* J. P. Morgan: N. Y.
- Pulvino T. C. 1998. Do asset fire sales exist? An empirical investigation of commercial aircraft transactions. *Journal of Finance* 53 (3): 939–978.
- Shaker A. T. M. 2014. The equity performance of U.S. firms emerging from Chapter 11 bankruptcy. *International Journal of Business and Social Research* 4 (1): 19–30.
- Shleifer A., Vishny R. W. 1992. Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *Journal of Finance* 47 (4): 1343–1366.
- Shleifer A., Vishny R. 2011. Fire sales in finance and macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives* 25 (1): 29–48.

## Translation of references in Russian into English

In search for anti-crisis measures for air transport. 2015. *Aviation Portal ATO.RU*, October. [Electronic resource]. <http://www.ato.ru>

Polyakova Yu. 2015. The bankruptcy of “Transaero” will harm the Rostec’s controlled bank. *RBC.RU*. [Electronic resource]. <http://www.rbc.ru>  
*The Main Indicators For Russian Civil Aviation, January-September 2014–2015*. 2015. Federal Air Transport Agency (Rosaviatsiya),

October 26. <http://favt.ru/novosti-novosti/?id=1994>  
*The Main Indicators For Russian Civil Aviation, January-December 2014–2015*. 2016. Federal Air Transport Agency (Rosaviatsiya), January 26. <http://favt.ru/novosti-novosti/?id=2337>

*Статья поступила в редакцию  
 7 апреля 2017 г.  
 Принята к публикации  
 12 июня 2017 г.*

### ***Preferences of Creditors Towards Formal Bankruptcy Or Restructuring In the Course of Bankruptcy (The Case of “Transaero” Company)***

***Veremchuk, Inga A.***

Financial Controller, Danone Russia  
 27 Vyatskaya ul., Moscow, 127015, Russian Federation  
 E-mail: [ingavere@mail.ru](mailto:ingavere@mail.ru)

***Chirkova, Elena V.***

Associate Professor, National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia  
 20 Myasnitskaya ul., Moscow, 101000, Russian Federation  
 E-mail: [evchirkova@gmail.com](mailto:evchirkova@gmail.com)

This article is a case study of the bankruptcy of the Russian carrier company “Transaero” that took place in 2015 aimed to reveal the preferences of creditors of financially distressed companies between formal bankruptcy and restructuring. We suggest that the creditors of “Transaero” have chosen its bankruptcy because its liquidation value was significantly higher than its going concern value. Using data on plane sales we estimated statistically the market value of airplanes by plane type depending on their age. It gave us the better estimate of the value of Transaero’s fleet. According to our estimate the liquidation of the company will lead to the 75% debt recovery for its debt holders. Then we modelled the hypothetic restructuring that included asset sales and return of a number of planes in financial lease to the leasing companies, and in total we got rid of 35 planes. This restricting could bring the debt down by 22% but under no future cash flow scenario the company would be able to serve its debt. The enterprise value of “Transaero” as a going concern is less than its liquidation value hence the value of its equity is negative. The future cash flow to the firm is less than annuity payments needed to serve and to pay out debt. In case of restructuring the creditors’ losses would have been in the range of 60% to 78%. Thus, we concluded that the choice of the creditors was rational.

*Keywords:* bankruptcy, restructuring, market value, liquidation value, asset sales, preferences of creditors.

*JEL:* G33.

DOI: 10.21638/11701/spbu18.2017.205

*Initial Submission: April 7, 2017  
 Final Version Accepted: June 12, 2017*