

ДЕФОЛТЫ И БАНКРОТСТВА: ТЕОРИЯ И РЕАЛЬНОСТЬ

Леонид Игнатьев
 Ignatiev_LA@mmbank.ru

Ключевые выводы:

- **Владелец облигаций – необеспеченный (бланковый) кредитор.** Требования по обеспеченным кредитам удовлетворяются в первую очередь, в основном во внесудебном порядке. Факт дефолта по рублевым облигациям практически всегда является основанием для досрочного удовлетворения прав требований прочих кредиторов из-за условия кросс-дефолта
- **От наступления дефолта до начала процедуры банкротства может пройти значительное время,** за которое недобросовестный эмитент-должник может попытаться вывести не обремененные залогом активы из компании (только срок рассмотрения искового заявления арбитражным судом может составить от 3 до 8 месяцев)
- **Отсутствие сложившейся практики действий в условиях дефолта** не играет на руку держателям облигаций
- Российским законодательством **не предусмотрен институт trustee** (каждый держатель облигаций вынужден сам отстаивать свои интересы в суде и нести немалые судебные и юридическо-консультационные издержки)
- В России **слабо развит институт коллективного иска** (после дефолта и при банкротстве каждый инвестор – сам за себя, а возможность соединения нескольких дел сомнительна)
- При процедуре банкротства судом **вводится мораторий на удовлетворение прав требований кредиторов**, при этом само банкротство эмитента может длиться годами
- Очень часто эмитентом облигаций выступает **пустая SPV-компания, а структура поручителей крайне слаба.** Банкротство таких компаний для инвестора – путь в никуда
- **Оферта по рублевым облигациям может быть оспорена** миноритарными акционерами/3-ми лицами (кроме того, у юристов нет ясности, является ли неисполнение оферты дефолтом)
- **При банкротстве владелец облигаций – де-факто кредитор 4-ой очереди** (на практике, после удовлетворения прав требований кредиторов 1-2 очереди и обеспеченных кредиторов бланковому кредитору ничего не остается)
- На различных стадиях банкротства все ключевые решения принимаются общим собранием кредиторов, где **неконсолидированная позиция каждого отдельного владельца облигаций практически незаметна и очень уязвима**
- Отсутствие ковенант, дополнительных случаев дефолта и номинальный характер поручительства по рублевым облигациям **лишают инвесторов возможности предпринять что-либо до факта неплатежа по своим бумагам**
- Неисполнение публичных обязательств (облигации) – **«несмываемое» пятно на деловой репутации компании и ее акционеров**
- Дефолт, а уж тем более банкротство означает **прекращение положительной кредитной истории**
- **Дефолт – это резкое ухудшение условий кредитования или полный отказ от него,** разрыв сотрудничества со стороны поставщиков и покупателей, дополнительное давление на конкурентные позиции компании. На восстановление делового доверия могут уйти долгие годы
- **Дефолт – это серьезный шаг к банкротству из-за ощутимого мультипликативного эффекта.** Из-за традиционного условия кросс-дефолта по банковским кредитам и прочим обязательствам неплатеж по рублевым облигациям – основание для досрочного погашения прочих обязательств. Этот эффект может подорвать кредитоспособность компании и возможность дальнейшей операционной деятельности
- **Банкротство в России может длиться годами** и в отличие от западной практики ставит своей целью не нормализацию операционной деятельности компании, а распродажу ее активов в интересах кредиторов. **Акционеры компании в течение этого времени имеют ограниченные возможности для реального финансового оздоровления своей компании**
- **Наш главный совет - не ждать даты непосредственного дефолта** по облигациям в случае наблюдаемых негативных тенденций
- Самый предпочтительный путь решения проблемы дефолта – **реструктуризация бланкового долга** на новые обязательства с более высоким уровнем защиты с помощью профессионального консультанта-координатора

Содержание

Массовые дефолты как реальность	3
Дефолт: теория и практика	5
Дефолт не синоним банкротства	5
Дефолты: как мало практики	5
Дефолт показывает уязвимость прав держателей облигаций	5
Номинальность поручительства	6
С офертой ясности нет	7
Разрушительные последствия дефолта для эмитент	7
Репутационные риски очень важны.....	7
Пути решения проблемы дефолта	8
Банкротство как крайняя мера	9
Банкротство компании: ключевые моменты для инвестора	9
Кратко о банкротстве.....	9
Банкротство может длиться годами.....	10
Идеология банкротства: страдают не только кредиторы	10
Кредитору: неосведомлен – значит невооружен	11
Как долго идти к банкротству?	11
Ответственность недобросовестного должника	11
Очередность удовлетворения требований: надеясь на чудо.....	12
Банкротство – «пиршество» обеспеченных кредиторов.....	12
Общее собрание кредиторов: размер имеет значение.....	12
Преимущества реструктуризации долга.....	14
Приложение 1. Полный список дефолтов на российском рынке в 2008 г	15

Массовые дефолты как реальность

2008 год перевел тему дефолтов из умозрительно-теоретической плоскости в плоскость реальную. С января по ноябрь 2008 г. сразу 35 эмитентов допустили дефолты по офортам, купонам и погашениям своих выпусков облигаций. Всего в текущем году зафиксировано 48 случаев неисполнений обязательств (погашения купона и основной суммы долга). Информация о всех случаях дефолтов конкретных компаний-заемщиков в 2008 г. и текущей ситуации развития событий с ними приведена в Приложении.

По нашим оценкам, на 1 декабря 2008 г. объем неурегулированной задолженности по рублевым и валютным облигациями составляет порядка 16.4 млрд. руб. (детали – в таблице 1). В эту сумму входит задолженность по эмитентам, дефолт по облигационным обязательствам которых перерос из технического в реальный.

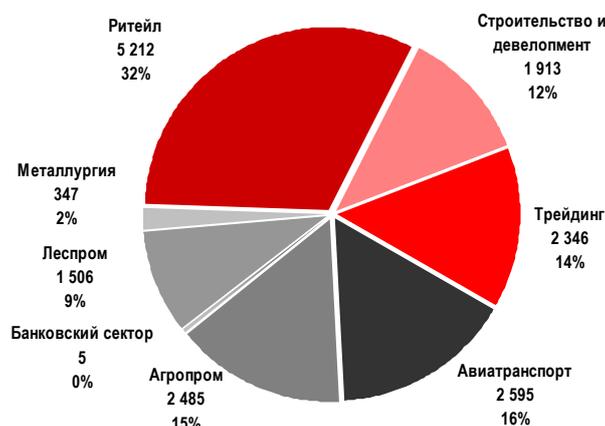
Таблица 1. Разбирательства в отношении эмитентов, не расплатившихся по облигациям

Эмитент	Объем неисполненных обязательств (млн рублей)	Отрасль	Статус
ООО "КД Авиа-Финансы"	986.8	Авиатранспорт	Дефолт
ООО "ЭйрЮнион Эр Эр Джи"	1 566.9	Авиатранспорт	Эмитент предлагает обращаться в суд
ООО "ЭйрЮнион"	41.1	Авиатранспорт	Направлено заявление о банкротстве
ООО "Агрохолдинг-Финанс"	39.9	Агропром	Дефолт
АПК "Аркада"	1 160.0	Агропром	Предложена реструктуризация до 2010г.
ООО "Держава-Финанс"	200.0	Агропром	Дефолт, направлены судебные иски кредиторов о банкротстве
ОАО "Парнас-М"	26.9	Агропром	Введена процедура наблюдения, эмитент признан банкротом
ОАО "Сахарная компания"	69.8	Агропром	Дефолт
ООО "Торговый дом "Русские масла"	988.0	Агропром	Дефолт
АКБ "Электроника"	4.9	Банковский сектор	Дефолт, идет санация банка, принято решение ЦБ о приостановке операций
ЗАО "Миннеско Новосибирск"	468.9	Леспром	Дефолт. Введена процедура наблюдения
ООО "СЗЛК-Финанс"	1 037.1	Леспром	Введена процедура наблюдения, эмитент признан банкротом
ОАО "Новосибирский оловянный комбинат"	346.9	Металлургия	Введена процедура наблюдения, эмитент признан банкротом
ООО "АЛПИ-Инвест"	944.9	Ритейл	Дефолт, направлены судебные иски кредиторов, рассмотрение в конце ноября
ООО "Банана-Мама"	209.7	Ритейл	Дефолт, поручитель признан банкротом
SPV Холдинг Марта (CLN)	2 700.0	Ритейл	Дефолт
ЗАО "Марта Финанс"	1 357.4	Ритейл	Эмитент подал иск о признании себя банкротом
ООО "СК "Спецстрой-2"	33.6	Строительство и девелопмент	Технический дефолт
SPV ОАО "РТМ" (CLN)	1 485.0	Строительство и девелопмент	Эмитент договорился с держателями о реструктуризации
ОАО "Томск-Инвест"	394.4	Строительство и девелопмент	Реструктуризация обязательств с равномерной амортизацией номинала до 23 июля.
ОАО "ИНПРОМ"	1 130.9	Трейдинг	Иск миноритарных акционеров, наложен мораторий на исполнение оферт
ООО "Торговый дом "Полесье"	4.9	Трейдинг	Дефолт
ООО "СОПУС Капитал"	1 210.5	Трейдинг	Дефолт
Итого:	16 408.6		

Источники: Сbonds, информация эмитентов, Интерфакс

Львиная доля суммы неурегулированного в рамках облигационных выпусков долга приходится на розничные компании и сети (более 5.2 млрд рублей). Остальными «лидерами» по величине просроченного долга являются агропромышленный сектор, авиаперевозчики и трейдинговые компании.

Дефолты российского публичного долгового рынка в 2008 г. по отраслям (в млн рублей и % от общего числа)



Источник: Сbonds, информация эмитентов, Интерфакс

Статистика текущего года, к сожалению, позволяет нам говорить о начале массовой волны дефолтов на российском рынке облигаций, прежде всего в его рублевом сегменте. Закрытость рынков долгового и акционерного капитала, существенное ужесточение кредитной политики банков, негативные экономические тенденции, способствующие резкому снижению потребительского и промышленного спроса на товары, продукты и услуги, заставляют нас предвидеть только дальнейшее ухудшение ситуации.

Мы не приводим конкретных оценок и прогнозов количества дефолтов тех или иных эмитентов из числа представителей преимущественно 3-го (реже 2-го) эшелона заемщиков. Однако у нас есть уверенность, что наблюдаемое развитие событий будет иметь очень сильный негативный системный эффект в масштабах всей российской экономики. Ситуация сильно осложняется тем, что, в то время как крупные и наиболее качественные компании из числа эмитентов облигаций могут рассчитывать на помощь государства, у подавляющего числа заемщиков, находящихся в преддефолтном состоянии, такого спасательного круга попросту нет.

В нашем обзоре мы попытались проанализировать основные способы преодоления дефолтных ситуаций, механизм развития дефолтов и его последствия, права и обязанности сторон в случае дефолта, банкротство как способ удовлетворения обязательств необеспеченных кредиторов (держателей рублевых облигаций), зарубежную статистику, связанную с дефолтами и банкротствами.

Дефолт: теория и практика

Дефолт не синоним банкротства

Проанализировав российское законодательство, мы пришли к выводу, что термин «дефолт» применяется только в отношении облигаций. Для рублевых облигаций этот термин вводится Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (утв. приказом ФСФР N 07-4/пз-н от 25 января 2007 г.). В нем дефолт трактуется как факт неисполнения/задержки платежа по эмиссионным облигациям.

Дефолтом по рублевым облигациям признается (1) просрочка исполнения обязательства по выплате очередного процента (купона) по облигациям на срок более 7 дней или отказ от такого обязательства и (2) просрочка исполнения обязательства по выплате суммы основного долга по облигациям на срок более 30 дней или отказ от исполнения указанного обязательства.

Техническим дефолтом считается исполнение эмитентом своих обязательств по облигациям с просрочкой в пределах 7 дней (по купону) и/или 30 дней (по основной сумме долга).

При наступлении дефолта компания продолжает свою операционную деятельность, может выполнять свои обязательства по другим видам кредиторской задолженности. Таким образом, дефолт ошибочно отождествлять с банкротством, хотя, как мы покажем далее, вероятность перетекания дефолта в банкротство велика.

Дефолты: как мало практики

Дефолты как относительно массовое явление стали реальностью лишь текущего 2008 года. За 2001-2007 гг. было зафиксировано 10 технических и только 5 реальных дефолта по облигациям российских эмитентов. С одной стороны, отсутствие негативного опыта – это отрадно; с другой стороны, нехватка сложившейся практики действий в условиях дефолта играет не на руку держателям облигаций. Свежая практика этого года говорит о том, что каждый случай дефолта очень индивидуален и пока не поддается шаблонизации.

Дефолт показывает уязвимость прав держателей облигаций

Технический дефолт дает держателям облигаций право требования уплаты дополнительных процентов на сумму просроченных обязательств, а полноценный дефолт дает владельцам облигаций право требования их погашения. Последнее касается удовлетворения прав как в судебном, так и во внесудебном порядке.

Все права и обязанности эмитента и держателей облигаций предусмотрены в решении о выпуске (ценных бумаг) и дублируются в проспекте эмиссии. Именно эти документы хорошо иллюстрируют, насколько уязвимы права держателей облигаций:

- **Отсутствие дополнительных случаев дефолта (events of default)**, кроме тех, что установлены законодательством (см. раздел «Дефолт не синоним банкротства»). Практика, принятая при выпуске еврооблигаций, практически не находит применения при выпуске рублевых облигаций. Отсутствие таких условий делает позицию владельца рублевых облигаций практически бесправной при материальных сделках, ухудшающих финансовое состояние компании эмитента, отчуждении активов, выводе денежных средств, смене акционеров, непредоставлении отчетности в положенный срок и т.д.
- Наличие **финансовых и прочих ковенантов** в условиях о выпуске рублевых облигаций – скорее, экзотика, чем общепринятая практика. Их отсутствие, как и в случае с дополнительными случаями дефолта, полностью лишает инвесторов возможности предпринять что-либо до факта неплатежа по своим бумагам. Более того, те немногие ковенанты, которые встречаются в выпусках рублевых облигаций, особого комфорта инвесторам не дают.
- **Российским законодательством не предусмотрен институт доверительного управляющего (trustee)**, который является одним из ключевых при выпуске еврооблигаций. Соответственно, каждый держатель облигаций вынужден сам отстаивать свои интересы в суде и нести немалые судебные и юридическо-консультационные издержки. Правовые познания типичного рыночного инвестора в облигации, как нам представляется, могут сильно уступать экспертизе банка или непосредственно компании-должника в данных вопросах, что делает переговорную позицию держателя облигаций заведомо проигрышной.
- Наконец, самое главное – **отсутствие условия кросс-дефолта**. Факты неплатежей по

кредитам, еврооблигациям и прочим обязательствам не влекут за собой дефолта по рублевым облигациям. А вот факт дефолта по рублевым облигациям практически всегда является основанием для досрочного удовлетворения прав требований прочих кредиторов. Это вызвано тем, что типичные условия выпуска рублевых облигаций в подавляющем большинстве не предусматривают условия кросс-дефолта по прочим обязательствам, в то время как кросс-дефолт является неотъемлемым условием основной массы банковских кредитных договоров, включая синдицированные, и предусмотрен при эмиссии еврооблигаций.

При выпуске самых распространенных видов еврооблигаций – **CLN** (credit-linked notes – кредитные ноты) и **LPN** (loan-participation notes – (дословно) ноты участия в кредите) – используется SPV. SPV – специально созданная компания, которая является кредитором компании-заемщика, а также выпускает ноты, привязанные к выдаваемому кредиту и копирующие все его параметры и условия. Одним из основных договоров, заключаемых при выпуске, является **кредитный договор**. Данный договор, как правило, заключается по английскому праву между SPV и компанией-заемщиком и имеет ряд особенностей для держателей нот, которые дают им на порядок большие права в отличие от рублевых облигаций. В частности он содержит ограничения (ковенанты), налагаемые на компанию, и дополнительные случаи дефолта (events of default), наступление которых влечет за собой право досрочного погашения нот.

Самые общие примеры **ковенант**:

- Ограничение возможности по реорганизации эмитента/поручителя
- Совершение сделок с аффилированными компаниями/лицами только на рыночных условиях
- Поддержание определенного отношения Долг/ЕБИТДА и ЕБИТДА/процентные выплаты
- Поддержание размера чистых активов на определенном уровне

Простейшими и основными примерами дополнительные **случаев дефолта** являются:

- Кросс дефолт, то есть факт неплатежей по прочим обязательствам компании-заемщика
- Банкротство поручителя
- Неисполнение ковенант по кредитному договору
- Начало разбирательств в суде
- Неопубликование финансовой отчетности в оговоренные сроки
- Изменение состава органов управления компании-заемщика
- Потеря лицензии, в рамках которой осуществляется ключевая операционная деятельность

Более подробно с перечнем стандартных ограничений (ковенант) и дополнительных событий дефолта можно ознакомиться в любом кредитном договоре по английскому праву.

Номинальность поручительства

Традиционный выпуск рублевых облигаций предусматривает **институт поручительства**. Мы считаем, что эта конструкция зачастую **носит номинальный характер и не отвечает интересам уменьшения кредитных рисков держателя облигаций**. Наши аргументы приводятся ниже.

Так, очень часто эмитентом облигаций выступает пустая SPV-компания, а структура поручителей крайне слаба. Банкротство таких компаний для инвестора – путь в никуда.

Раскрытие информации о деятельности поручителя осуществляется в ограниченном объеме. Обязанность публично предоставлять свою ежеквартальную отчетность по РСБУ возлагается только на эмитента.

Поручитель зачастую не отвечает за судебные издержки и штрафные проценты. Так что если эмитент компенсировать эти расходы не может, то больше не к кому предъявить требования.

Очень важно, что **ликвидация, реорганизация, банкротство поручителя не являются случаями дефолта по облигациям эмитента**. Значит, на практике, если эмитент не допустил дефолта по облигациям, инвестору остается только спокойно наблюдать за тем как ухудшается финансовое состояние поручителя вплоть до введения банкротства. В случае банкротства поручителя требования владельцев облигаций к поручителю оказываются в общей очереди, то есть в 3-ей очереди (см. раздел «Очередность удовлетворения требований: надеясь на чудо»), причем, насколько мы понимаем, такое право наступает только в случае непосредственного дефолта эмитента.

С офертой ясности нет

В российской практике выпуска рублевых облигаций большое распространение получила оферта (так называемый опцион put/call). Оферта (опцион put) прописывается в решении о выпуске и предусматривает обязанность эмитента приобрести облигации в установленных случаях (до срока погашения), как правило, через 1-1.5 года после выпуска. Кстати, в случае выставления нового купона на минимальном (часто нулевом) уровне опцион put превращается в опцион call. Часто на практике оферта выставляется отдельным решением, уже после того, как выпуск находится в обращении. Принятие решения о выставлении оферты должно осуществляться в установленном законодательством порядке. Нарушение установленного порядка может повлечь оспаривание такого решения.

Это подтвердил недавний **прецедент с оспариванием оферты** Инпрома, когда оферта по рублевым облигациям была оспорена миноритарным акционером компании. В качестве обеспечительной меры суд запретил эмитенту исполнять оферту до рассмотрения дела по существу. Таким образом эмитент получил законную отсрочку исполнения своих обязательств.

Разрушительные последствия дефолта для эмитент

Дефолт – это серьезный шаг к банкротству из-за ощутимого мультипликативного эффекта. Повторимся, что из-за традиционного условия кросс-дефолта по банковским кредитам и другим обязательствам неплатеж по рублевым облигациям – основание для досрочного погашения прочих обязательств. Данное условие может носить для компании-должника эффект разорвавшегося снаряда, который из-за детонации вызывает срабатывание других снарядов. Например, если эмитент и смог бы расплатиться (с опозданием) по своему облигационному займу, то необходимость одновременно погасить досрочно банковские кредиты на порядок большую сумму, ставит на доброй воле заемщика крест. Этот эффект может полностью подорвать кредитоспособность компании и поставить под сомнение возможность ее дальнейшей операционной деятельности.

Репутационные риски очень важны

Важным аспектом рассмотрения дефолта для эмитента является его, так сказать, нематериальная сторона. Даже если предположить, что допустившая дефолт компания не дошла до банкротства и справилась со своими просроченными обязательствами во внесудебном порядке, тот сам факт дефолта сказывается очень сильно на деловой репутации компании-эмитента и его акционеров.

Дефолт, а уж тем более банкротство, означает прекращение положительной кредитной истории. Положительная кредитная история – это улучшающиеся условия кредитования, хорошие деловые взаимоотношения с контрагентами, возможность диверсификации источников фондирования. Дефолт – это резкое ухудшение условий кредитования или полный отказ от него, разрыв сотрудничества со стороны поставщиков и покупателей, дополнительное давление на конкурентные позиции компании. На восстановление утраченного делового доверия могут уйти долгие годы.

Кроме того, владельцы компании, допустившей дефолт, могут столкнуться с ухудшением бизнес-среды для их прочих бизнесов/компаний либо с невозможностью начать новый бизнес.

К сожалению, пока мы не располагаем качественно-количественной статистикой последствий отечественных дефолтов и банкротств, но зарубежная статистика показывает, как разрушительны дефолты и банкротства для компаний (см. более подробно раздел «Идеология банкротства: страдают не только кредиторы»).

Пути решения проблемы дефолта

Наша главная рекомендация держателям облигаций, компаниям-эмитентам и руководству/акционерам эмитентов – это не ждать даты непосредственного дефолта по облигациям в случае наблюдаемых негативных тенденций и первых признаков потери платежеспособности компании. Как правило, на начальных этапах предефолтного состояния при конструктивном подходе эмитента и инвесторов проблему можно решить во внесудебном порядке, без серьезной публичной огласки с помощью профессионального консультанта-координатора.

На наш взгляд, когда же дефолт уже состоялся или компания уже близка к нему, в качестве путей выхода из затруднительной ситуации на сегодня остаются следующие основные опции:

1. **Финансовая помощь акционеров.** Как правило, компания, допустившая дефолт, не имеет дополнительных финансовых резервов для улучшения платежеспособности. Мы считаем, что владельцы бизнеса должны были предпринять все усилия по поддержке компании до дефолта, и если он все-таки произошел, то это говорит о том, что (а) их финансовые ресурсы очень ограничены, либо (в) у владельцев нет заинтересованности поддерживать бизнес эмитента и поручителей. Таким образом, данный сценарий можно гипотетически допустить, полагая, что дефолт был допущен по некомпетентности и/или неосмотрительности акционеров заемщика.
2. **Распродажа не обремененных залогом активов компании.** Реализация данного сценария в реальности осложняется тем, что традиционно у компании, прибегшей к выпуску облигационного рублевого займа, все хорошие и рыночные активы находятся в залоге по банковским кредитам. Кроме того, ликвидность активов в последние месяцы резко упала. Если год-два назад на фоне динамичного роста экономики ликвидным активом можно было считать, например, вагоны, помещения/здания магазинов и супермаркетов, то сейчас продать их в короткие сроки даже с дисконтом представляется непростой задачей.
3. **Продажа компании новым владельцам.** Появление у компании-должника новых, финансово состоятельных акционеров очень часто соответствует интересам кредиторов, так как способствует росту кредитного качества и резкому снижению рисков рефинансирования. К сожалению, кризис ликвидности и доверия резко уменьшил M&A аппетиты на рынке, а драматическое снижение капитализации бизнеса компаний, вызванное обвалом на рынке акций, сделало продажу бизнеса крайне невыгодным для ее акционеров. Дисконт, который часто предлагается потенциальными покупателями, в глазах собственников бизнеса выглядит грабительским.
4. **Внесудебное улаживание проблемы неплатежей в претензионном порядке.** Претензия – это требование кредитора к должнику о добровольном урегулировании спора, связанного с нарушением его обязательств. На практике случаи добровольного исполнения наступивших обязательств крайне редки, так как у компании-должника, отсутствуют стимулы и возможности их исполнения. Тем не менее, юристы отмечают прецеденты, когда хорошо написанная претензия, грамотно приведенные аргументы приводят к тому, что должник платит добровольно. В целом мы бы не стали рассматривать этот сценарий как действенный.
5. **Банкротство компании.** Мы считаем, что путь банкротства компании можно рассматривать как самую последнюю, вынужденную меру, когда другие способы преодолеть неплатежеспособность не дают никакого успеха. Мы проанализировали банкротство с точки зрения как инвестора, так и должника в главе «Банкротство как крайняя мера» и считаем, что при данном сценарии инвестор находится в крайне проигрышном положении. Кроме того, банкротство часто не соответствует интересам добросовестного должника.
6. **Реструктуризация долга на новых условиях.** В текущей ситуации мы считаем реструктуризацию самым результативным и действенным механизмом борьбы с дефолтами. По нашему убеждению, реструктуризация бланкового (облигационного долга) в большей степени отвечает интересам как рыночных инвесторов, так эмитента, поручителей и его акционеров. В случае проведения реструктуризации до даты фактического наступления дефолта положительная кредитная история эмитента фактически не прерывается, а шансы избежать банкротства компании резко увеличиваются (более подробно см. главу «Преимущества реструктуризации долга»). Согласно аналитическому исследованию «Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress» от января 2008 г., 47-50% американских компаний, допустивших дефолт, идут на реструктуризацию активов во внесудебном порядке (минуя процедуру банкротства). В этом отчете также отмечается, что в США при реструктуризации просроченного долга recovery ratio кредиторов значительно выше, чем в случае банкротства.

Банкротство как крайняя мера

Банкротство компании: ключевые моменты для инвестора

Основные моменты, которые нужно понимать кредитору, выбравшему путь подачи иска о банкротстве эмитента-должника:

- Фактическое «замораживание» средств, вложенных в облигации, на период процедуры банкротства
- Очень продолжительные сроки возможного процесса банкротства (несколько лет)
- Преимущественные права, возможности и сильные переговорные позиции обеспеченных кредиторов
- Несение значительных судебных издержек
- Очень низкая степень возмещения (recovery ratio) по бланковому (необеспеченному долгу) в случае конкурсного производства

Кратко о банкротстве

В общем смысле, банкротство – это неплатежеспособность компании-заемщика, признанная в установленном законом порядке. Процедуры банкротства регулируются положениями Федерального закона о несостоятельности (банкротстве), принятого в 2002 году.

Основанием для возбуждения дела о банкротстве служит факт наличия неудовлетворенных в течение 3 месяцев (с момента истечения срока) требований на сумму не менее 100 тыс рублей. При этом требования должны быть подтверждены решением арбитражного суда (иск), и должно пройти как минимум 30 дней с даты направления исполнительного документа по данному иску в службу судебных приставов и в компанию-должника.

Различают 5 процедур банкротства компании.

Таблица 2. Процедуры банкротства

Процедура	Описание процедуры
Наблюдение	Обеспечение сохранности имущества должника, анализ финансового состояния должника, составление реестра требований кредиторов и проведение первого собрания кредиторов
Финансовое оздоровление	Восстановления платежеспособности и погашения задолженности в соответствии с графиком погашения задолженности
Внешнее управление	Восстановление платежеспособности должника (под руководством внешнего управляющего, заменяющего менеджмент должника)
Конкурсное производство	Должник признан банкротом, требования кредиторов удовлетворяются соразмерным образом
Мировое соглашение	Прекращение производства по делу о банкротстве путем достижения соглашения должника с кредиторами. Данная процедура может вводиться на любой стадии рассмотрения дела о банкротстве

Любое банкротство начинается с процедуры наблюдения, которое вводится с момента вынесения судом определения о признании компании банкротом. Законом о банкротстве также предусмотрена возможность проведения досудебной санации должника в качестве меры по восстановлению его платежеспособности для предупреждения банкротства, однако мы не располагаем информацией, как часто эта мера используется на практике и к каким обычно результатам она приводит. С момента начала процедуры наблюдения вводится мораторий на удовлетворение прав требований кредиторов. Это означает, что до конца процесса банкротства компания-должник законодательно освобождается от выполнения всех своих финансовых обязательств, за исключением ряда случаев, мало интересных рыночному кредитору.

Банкротство может длиться годами

Как видно из следующей таблицы, банкротство компании может длиться более 4 лет, однако опрошенные нами юристы отмечают, что в реальной жизни каждое производство может быть сильно затянуто.

Таблица 3. Сроки процедур банкротства в России

Процедура банкротства	Максимальная продолжительность	Возможность продления
Наблюдение	7 месяцев	нет
Финансовое оздоровление	2 года	нет
Внешнее управление	18 месяцев, совокупный срок финансового оздоровления и внешнего управления не может превышать 2 года	не более чем на 6 месяцев
Конкурсное производство	1 год	не более чем на 6 месяцев
Мировое соглашение	может быть заключено на любой стадии рассмотрения арбитражным судом дела о банкротстве должником, его конкурсными кредиторами и уполномоченными органами	

Очевидно, что при банкротстве кредитор-владелец облигаций теряет любую возможность получить причитающиеся ему средства в горизонте, в несколько раз превышающем срок обращения облигаций, по которым произошел дефолт. Оговоримся, что **при процедуре финансового оздоровления вероятность погашения долга появляется. Но на практике должник может добиться 2-летней рассрочки по расчету с кредиторами с процентной ставкой, равной ставке рефинансирования.**

Идеология банкротства: страдают не только кредиторы

С рядом оговорок, в отличие от западной практики банкротство в России ставит своей целью не нормализацию операционной деятельности компании, а распродажу ее активов в интересах кредиторов. За исключением процедуры финансового оздоровления, акционеры компании в течение всего процесса имеют мало возможностей для реального финансового оздоровления своей компании. Да и вряд ли на это стоит серьезно надеяться, ведь в случае заинтересованности акционеров в сохранении бизнеса компании и явных предпосылок для восстановления ее платежеспособности в краткосрочной перспективе, как нам кажется, должник и его владельцы предпримут все усилия для улаживания вопросов задолженности, во-первых, непублично, во-вторых, во внесудебном порядке.

Отсутствие необходимой российской статистики и крайне небольшой практический опыт дефолтов/банкротств эмитентов рублевых облигаций заставляют нас снова обратиться к зарубежной статистике (американское исследование «Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress»):

- Американская практика показывает, что рыночная стоимость компании, прибегшей к процедуре банкротства, падает значительно больше, чем у компаний, выбравших путь внесудебной реструктуризации долга
- Только 28% компаний, прошедших процедуру банкротства в США, продолжают в дальнейшем свою операционную деятельность
- У 75% компаний, прошедших через банкротство в США и вернувшихся к операционной деятельности, в первые 3 года работы показатель EBITDA margin значительно ниже, чем у отраслевых конкурентов
- 40% компаний, прошедших через банкротство в США и вернувшихся к операционной деятельности, последующие 3 года показывают операционные убытки
- В Великобритании среднее recovery ratio для обеспеченных кредиторов при банкротстве компании не превышает 75%

Со учетом того, что в исследовании речь ведется о публичных компаниях, после банкротства вновь получивших листинг, и со скидкой на значительную разницу в российском и американском законодательстве о несостоятельности (банкротстве), все же можно сделать основные общие выводы, которые, по нашему мнению, справедливы и для российской практики:

- В целом банкротство уничтожает компанию, вероятность продолжения операционной деятельности после банкротства невелика
- Кредиторы и должник, вставшие на путь банкротства, рискуют гораздо больше, чем при

сценарии реструктуризации

В нашей трактовке, традиционное российское банкротство для акционеров – это потеря управления над компанией и последняя очередь в удовлетворении прав требований всех сторон. На практике средств от распродажи конкурсной массы имущества не хватает даже на кредиторов, поэтому владельцам компании обычно не остается ничего. Важно, что мы описываем вариант добросовестной компании-должника.

Кредитору: неосведомлен – значит невооружен

Кредитор может узнать о процедуре банкротства и судебных действиях в отношении компании-заемщика достаточно поздно и, соответственно, не имеет возможности урегулировать свои обязательства в досудебном порядке. Зачастую корпоративная структура заемщика довольно сложна и включает в себя множество юридических лиц. В таком случае начало судебного разбирательства в отношении эмитента облигаций, поручителей по выпуску и/или других компаний, входящих в одну Группу, может укрыться от рыночного кредитора. Согласно законодательству, сведения о начале процедуры банкротства приводятся в Коммерсанте, в уведомлении о введении наблюдения от временного управляющего, на интернет-сайте арбитражного суда по месту нахождения должника. Это приводит к тому, что и о начале банкротства рыночный кредитор узнает в числе последних.

Как долго идти к банкротству?

Подаяв иск в арбитражный суд, бланковый кредитор должен понимать, что от дефолта до начала банкротства проходит продолжительный период времени. Как правило, этого времени достаточно, чтобы недобросовестный эмитент-должник мог вывести не обремененные залогом активы из компании. Например, на решение вопроса о возбуждении дела, его подготовку и вынесение решения уходит около 3 месяцев, при этом дополнительный месяц отводится на вступление решения в законную силу. В случае подачи апелляционной жалобы этот срок на практике увеличивается еще на 1 месяц. Наконец, если компания, не согласная с решением суда, подает кассационную жалобу, то подключение к делу еще одной инстанции добавляет сроку рассмотрения искового заявления 3 месяца. Таким образом, **только срок рассмотрения искового заявления арбитражным судом составляет от 4 до 8 месяцев.**

Следует помнить, что **в России слабо развит институт коллективного иска.** Следовательно, после дефолта, желая добиваться своих прав в судебном порядке, каждый инвестор выступает сам за себя, а возможность соединения нескольких дел сомнительна. Есть надежда, что в решении этой проблемы в самом ближайшем времени будут подвижки: в настоящий момент на рассмотрении в Государственной Думе находится законопроект, предполагающий введение института коллективного иска. Также одним из предложений Правительства РФ является введение института собрания владельцев облигаций. Соответствующий законопроект предполагается разработать уже в декабре 2008 г.

Ответственность недобросовестного должника

Российское законодательство весьма пространно описывает **ответственность недобросовестного должника до начала процедуры банкротства.** Нас, прежде всего, интересуют всевозможные сделки по отчуждению активов, вывод денежных средств из компании, получение и выдача займов от связанных сторон и/или связанным сторонам до момента введения моратория на платежи компании-должника и на удовлетворение прав кредиторов.

Закон о банкротстве говорит о том, что сделка отдельного кредитора с должником может быть признана недействительной (по заявлению арбитражного управляющего или кредитора), если совершена в течение 6 месяцев до даты подачи заявления о признании должника банкротом. Очевидно, что для компании ясность в отношении собственной неплатежеспособности может наступить и раньше этого срока, и вывод активов в таком случае даже не может быть оспорен. Кроме того, важным условием признания сделки недействительной является факт предпочтительного удовлетворения требований одних кредиторов перед другими. Мы думаем, что даже если теоретически подобную сделку можно признать недействительной, то практически «отмотать» ее назад едва ли получится.

Закон о банкротстве также оговаривает случай, когда выплата доли учредителя, выходящего из состава учредителей, в случае признания должника банкротом может быть признана недействительной. Срок тот же – 6 месяцев до даты подачи заявления о признании должника банкротом. Мы должны признать, что ответственность недобросовестного должника по действующему законодательству достаточно ограничена и является лишним подтверждением небольших прав ущемленного кредитора.

Очередность удовлетворения требований: надеясь на чудо

Согласно закону о банкротстве, требования кредиторов попадают в 3-ю очередь, после (1) выплаты по требованиям граждан, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни и здоровью и (2) расчетов по выплате выходных пособий и оплаты труда. Важно, что требования по обязательствам, обеспеченным залогом имущества должника, удовлетворяются в первую очередь за счет стоимости предмета залога. Причем, если стоимость предмета залога, оказывается менее суммы обязательств обеспеченного кредитора, то он вправе претендовать на средства от конкурсной массы в числе кредиторов 3-ей очереди в сумме непокрытого продажей залога обязательства. Таким образом, **при банкротстве владелец облигаций как бланковый кредитор – де-факто кредитор 4-ой очереди, и на практике после удовлетворения прав требований кредиторов 1-2 очереди и обеспеченных кредиторов бланковому кредитору ничего не остается по причине наличия у компании обеспеченных кредитов.**

Важно, что при банкротстве налоговые претензии к компании попадают в 3-ю очередь наравне с прочими требованиями обычных кредиторов. Одна очередь с налоговыми органами не сулит бланковому кредитору ничего хорошего. Так как характерной чертой налоговых претензий является непредсказуемость их размера и последующая кратная доначисляемость, вероятность возмещения убытков для необеспеченных кредиторов при неизменном объеме конкурсной массы уменьшается.

Банкротство – «пиршество» обеспеченных кредиторов

Рыночные кредиторы – в заведомом проигрыше по сравнению с кредиторами, чьи обязательства обеспечены залогом имущества компании-должника.

Начнем с того, что обеспеченные кредиторы, которые чаще всего представляют собой банки, на практике отчуждают заложенное имущество должника во внесудебном порядке. В лучшем случае бланковый кредитор может смотреть на это со стороны, так как ничего предпринять не может из-за отсутствия условия кросс-дефолта по рублевым облигациям.

В ходе консультаций с юристами мы установили, что банки как обеспеченные кредиторы, обладая большим административным и юридическим ресурсом, слабой переговорной позицией заемщика, налаженной системой оценки рисков, преимущественным доступом к отчетности компании, часто могут в случае проявления негативных тенденций в финансовом и операционном профиле компании переводить свои беззалоговые обязательства в обеспеченные. Увеличение доли обремененного залогом имущества уменьшает и без того небольшую конкурсную массу, на которую мог бы претендовать бланковый кредитор. Понятно, что владелец облигаций, даже объединившись с другими держателями облигаций, не обладает описанным арсеналом средств.

Далее, как мы уже говорили, банкротство в России – скорее, не мера, направленная на нормализацию операционной деятельности компании, а распродажа оставшихся активов компании и борьба кредиторов за нее. Мало того, что на обеспеченное имущество, попавшее в конкурсную массу (в случае если оно не было отчуждено еще до суда), кредиторы 1-3-ей очереди претендовать не могут, так еще они имеют ограниченные права при принятии ключевых решений на разных стадиях процедуры банкротства. Так, для заключения мирового соглашения и прекращения процедуры банкротства требуется согласие всех обеспеченных кредиторов, но при этом половины голосов всех кредиторов, включенных в конкурсную массу, достаточно.

Общее собрание кредиторов: размер имеет значение

Ключевым органом, который принимает решение в компании, находящейся в стадии банкротства, является **общее собрание кредиторов**. Если говорить упрощенно, то **«вес» голоса каждого кредитора прямо пропорционален сумме его требований**. При наличии крупных кредиторов неконсолидированная позиция каждого отдельного владельца облигаций практически незаметна и очень уязвима, то есть держатель облигации не может влиять на течение процесса банкротства и на принятие основополагающих решений.

Отметим, что самым важным является, пожалуй, именно **первое общее собрание кредиторов**. На нем кредиторы решают, дать ли компании возможность самой преодолеть возникшие затруднения (финансовое оздоровление), восстанавливать ли платежеспособность под руководством внешнего управляющего (внешнее управление) или приступить к распродаже активов (конкурсное производство).

В российской практике замечено немало случаев, когда **банкротство протекает по сценарию, выгодному прежде всего для компании-должника, а не его кредиторов, при этом должник на собрании кредиторов имеет большинство голосов**. Это достигается тем, что аффилированные компании или компании, входящие в одну Группу с должником, тем или иным образом

приобретают права (требования) к такому должнику. Такая уловка используется для приостановки платежей по своим обязательствам прочим кредиторам, а сам процесс может сознательно затягиваться. В таком случае обычному кредитору не приходится рассчитывать на выплату средств по обязательствам, так как формально ничего незаконного в таком банкротстве и, соответственно, в введении моратория на исполнение обязательств нет.

Преимущества реструктуризации долга

По нашему мнению, **ключевыми преимуществами реструктуризации долга для инвестора** являются следующие моменты:

- Решение проблемы переводится из судебной во внесудебную плоскость
- Интересы отдельных держателей облигаций может консолидировано представлять консультант-координатор, имеющий необходимый уровень правовой экспертизы
- Реструктуризация способствует уменьшению судебных, правовых и консультационных издержек
- Реструктуризация долга предполагает более выгодные условия и дополнительные права (увеличение % ставки, ковенанты, появление аналога trustee, возможность конвертации в акции и т.д.)
- Возникновение новых условий по долгу рождает предпосылки для роста финансовой дисциплины компании-заемщика

Для компании-эмитента преимущества реструктуризации просто неоспоримы:

- Фактическое отсутствие дефолта способствует сохранению положительной кредитной истории и не запускает механизм кросс-дефолта по прочим обязательствам
- Возможность консолидации других обязательств помимо рублевых облигаций
- Решение проблем неплатежей – во внесудебной плоскости
- Предсказуемость действий и желание сотрудничать с инвесторами со стороны эмитента способствует сохранению доверия к компании
- Наличие посредника между компанией-эмитентом и кредиторами облегчает выработку решений и способствует оперативности
- Владельцы компании не теряют контроля над ее бизнесом

Приложение 1. Полный список дефолтов на российском рынке в 2008 г

Эмитент	Выпуск	Вид просрочки	Дата события	Причина	Объем неисполненных обязательств, млн руб.	Статус	Отрасль
ЗАО "Марта Финанс"	Марта-1	погашение	22.05.2008	Эмитент не успел вовремя аккумулировать средства для погашения	700.0	Исполнено 23 мая 2008г.	Ритейл
ЗАО "Марта Финанс"	Марта-1	купон	22.05.2008	Эмитент не успел вовремя аккумулировать средства для погашения	51.8	Исполнено 23 мая 2008г.	Ритейл
ЗАО "Миннеско Новосибирск"	Миннеско	оферта	16.06.2008	Ввод таможенных пошлин, снижение спроса на продукцию	435.3	Не исполнено	леспром
ЗАО "Миннеско Новосибирск"	Миннеско	купон	16.06.2008	Ввод таможенных пошлин, снижение спроса на продукцию	33.7	Не исполнено	леспром
ООО "Арбат энд Ко"	Арбат энд Ко	погашение	20.06.2008	Паралич бизнеса Арбата в результате ареста собственника	1500.0	Исполнено 27.06.08	Ритейл
ООО "Арбат энд Ко"	Арбат энд Ко	купон	20.06.2008	Паралич бизнеса Арбата в результате ареста собственника	78.5	Исполнено 27.06.08	Ритейл
ЗАО "ГОТЭК"	ГОТЭК-2	оферта	23.06.2008	Эмитент не рассчитывал на такой объем предъявленных облигаций	1036.0	Выплатил двумя траншами, один 4 июля, второй - 17 июля	Гофрокартон
ООО "Мострансавто-Финанс"	Мострансавто	оферта	24.06.2008	Технический сбой	758.3	Выплатил 25.06.08	Транспорт (Мособласть)
ООО "Держава-Финанс"	Держава	купон	29.07.2008	Краткосрочные затруднения с ликвидностью	67.3	Исполнено 4 августа	Агропром
ООО "Агрохолдинг-Финанс"	Агрохолдинг	оферта	01.08.2008	Неправильный расчет даты оферты	378.6	Исполнено - Первая часть оферты исполнена вовремя - 18 июля. Вторая часть - просрочена, исполнено 4.08.08	Агропром
ЗАО "Марта Финанс"	Марта-3	купон	04.08.2008	Сложное финансовое положение в компании	155.4	Не исполнено	Ритейл
ЗАО "Марта Финанс"	Марта-3	оферта	06.08.2008	Сложное финансовое положение в компании	1202.0	Не исполнено	Ритейл
ООО "Держава-Финанс"	Держава	оферта	07.08.2008	Краткосрочные затруднения с ликвидностью	200.0	Не исполнено	Агропром
ООО "АППИ-Инвест"	АППИ-Инвест	оферта	26.08.2008	Неизвестна	944.9	Не исполнено - исполнено только частично	Ритейл, Агропром
ООО "СЗЛК-Финанс"	СЗЛК	купон	02.09.2008	Корпоративный конфликт с СЗО Сбербанка	57.3	Не исполнено	Леспром
ООО "СЗЛК-Финанс"	СЗЛК	оферта	04.09.2008	Корпоративный конфликт с СЗО Сбербанка	979.7	Не исполнено	Леспром
ОАО "НПО "Сатурн"	НПО Сатурн-2	купон	22.09.2008	Технические факторы	125.3	Купон выплачен 26 сентября	Машиностроение, ВПК
ООО "РАДИОНЕТ"	Радионет-2	купон	24.09.2008	Технические факторы	82.3	Исполнено частями. Последняя - 30.09.2008 сентября	Телекоммуникации (Мособласть)
ООО "Компания "Сувар-Казань"	СуварКазань	купон	01.10.2008	Технические факторы	68.4	Исполнено 01.10.08	Девелопмент
ОАО "Новосибирский оловянный комбинат"	НОК-02	оферта	02.10.2008	Ликвидность	346.9	Не исполнено	Металлургия
ООО "Торговый дом "Русские масла"	Русские Масла-2	купон	02.10.2008	Ликвидность	62.3	Исполнено 20.10.08	Потребсектор. Агропром
ОАО "Волгабурмаш"	Волгабурмаш	погашение	08.10.2008	Ликвидность	253.4	Исполнено 15.10.2008	Машиностроение
ООО "Торговый дом "Русские масла"	Русские Масла-2	оферта	09.10.2008	Ликвидность	988.0	Не исполнено	Потребсектор. Агропром
ООО "АПК "Аркада"	Аркада-3	оферта	10.10.2008	Кризисная ситуация на финансовом рынке	1160.0	Не исполнено	Агропром
ООО "Арктел-Инвест"	Арктел-2	купон	13.10.2008	Заморозка счетов компании	945.0	Исполнено 15.10.2008	Телекоммуникации
ООО "Агрохолдинг-Финанс"	Агрохолдинг	купон	17.10.2008	Неизвестна	39.9	Не исполнено	Агропром
ООО "КД Авиа-Финансы"	КД Авиа	купон	22.10.2008	Сложная ситуация на финансовом рынке	79.8	Исполнено 27.10.08	Транспорт (Авиа)
ООО "Самохвал"	Самохвал	купон	22.10.2008	Неизвестна	108.5	Погасил полностью 27 октября	Ритейл
ОАО "Томск-Инвест"	Томск-Инвест	оферта	23.10.2008	Ликвидность	394.4	Не исполнено - исполнено только частично	Строительство и девелопмент
ООО "Банана-Мама"	Банана-Мама-1	купон	24.10.2008	Неизвестна	59.8	Исполнено 31.01.2008	Ритейл
ООО "Банана-Мама"	Банана-Мама-1	оферта	28.10.2008	Неизвестна	209.7	Не исполнено	Ритейл
ООО "КД Авиа-Финансы"	КД Авиа	оферта	28.10.2008	Сложная ситуация на финансовом рынке	986.8	Не исполнено	Транспорт (Авиа)
ОАО "Корпорация "Нордтекс"	Нордтекс	погашение	31.10.2008	Техническая задержка платежей	начала было выплачено 333 рубля на облигацию, затем еще 236 рублей	Исполнено 11.10.2008 г.	Легкая промышленность
MARTA Unternehmensberatung GmbH	Марта CLN	погашение	01.11.2008	Сложное финансовое положение в компании	100.0	Не исполнено	Ритейл
ООО "СОПУС Капитал"	СОПУС Капитал-1	купон	06.11.2008	Неисполнение обязательств со стороны контрагентов эмитента	35.9	Не исполнено	Потребсектор.Импорт
ООО "СОПУС Капитал"	СОПУС Капитал-1	оферта	07.11.2008	Неисполнение обязательств со стороны контрагентов эмитента	1174.6	Не исполнено	Потребсектор.Импорт
АКБ "Электроника"	Электрон-2	купон	11.11.2008	Решение ЦБ о приостановке операций	4.9	Не исполнено	Банковский сектор
ОАО "Сахарная компания"	Сахарко	купон	11.11.2008	Неизвестна	69.8	Не исполнено	Агропром
ООО "Торговый дом "Полесье"	Полесье	купон	11.11.2008	Приостановка операций платежным агентом	4.9	Не исполнено	Оптовая торговля, импорт, легкая промышленность
ООО "ЭйрЮнион"	ЭйрЮнион01	купон	11.11.2008	Неизвестна	41.1	Не исполнено	Транспорт (Авиа)
Клинский район, МО	Клинский район, 25002	погашение	13.11.2008	Затруднения с ликвидностью	300.0	Исполнено 14.11.2008 г.	Муниципалитет
ООО "Никосхим-Инвест"	Никосхим-2	купон	13.11.2008	Краткосрочный разрыв в ликвидности	39.1	Исполнено 14.11.2008 г.	Химия
Marta Vermögensberatung GmbH	PTM (CLN)	оферта	16.11.2008	Неизвестна	\$55 mln	Не исполнено	Строительство и девелопмент
ООО "СК "Спецстрой-2"	Спецстрой-2 01	купон	20.11.2008	технический дефолт по выплате купона по облигациям из-за технического сбоя системы "клиент-банк"	33.6	Не исполнено	Девелопмент
ОАО "ИНПРОМ"	Инпром-3	оферта	20.11.2008	Иск миноритарных акционеров	1130.9	Не исполнено	Металлургия. Трейдинг
ООО "ЭйрЮнион Эр Эр Джи"	ЭйрЮнРРД	оферта	20.11.2008	Бизнес, экономическая ситуация	1566.9	Не исполнено	Транспорт (Авиа)
ООО «Торговый дом «ПАРНАС»	Парнас-М 2	купон	20.11.2008	Неизвестна	26.9	Не исполнено	Агропром
ООО "АПК "Аркада"	Аркада-4	купон	26.11.2008	Кризисная ситуация на российском финансовом рынке, которая негативно отразилась на финансово-хозяйственной деятельности эмитента	112.2	Не исполнено	Агропром

* - по состоянию на 1 декабря 2008 г.

Источник: Сbonds, информация эмитентов, Интерфакс

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Зам. директора департамента**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Металлургия**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.