

Корпоративный и банковский долг стран СНГ Прошлое и настоящее

- **Какие выводы мы сделали?** Прошедший год оказался весьма насыщенным событиями как на внешнем, так и на внутренних рынках долговых обязательств стран СНГ, как и везде в мире. В данном отчете изложена наша точка зрения относительно уроков, которые были получены благодаря этим событиям и которые вряд ли потеряют свою актуальность.
- **Вопрос поддержки** волнует практически всех инвесторов в долговые обязательства региона, принимая во внимание существенную роль, которую органы власти играют на финансовых рынках стран СНГ. По-видимому, участники рынка придавали слишком большое значение связям собственников корпоративных заемщиков как фактору потенциальной поддержки и, вместе с тем, недооценили важность государственной поддержки для частных российских банков.
- **Российские банки: помощь оказана всем.** Несмотря на распространенное мнение, что власти России заинтересованы в поддержке лишь государственных банков, мы приходим к выводу, что частным финансовым организациям была оказана практически такая же финансовая помощь.
- **Операционные проблемы отделены от финансовых.** Что касается оказавшихся в затруднительном положении корпоративных заемщиков, органы власти чаще всего заинтересованы в первую очередь в бесперебойном выполнении ими своих социальных или политически значимых функций. Лишь потом внимание уделяется интересам кредиторов... и только если их удовлетворение принесет какие-либо выгоды в дальнейшем.
- **Предполагаемая поддержка.** Опыт показывает, что кредиторам было бы опрометчиво надеяться на не закрепленную документально косвенную поддержку со стороны собственников заемщика. Репутация также может быть очень слабым аргументом в пользу инвестиций, особенно когда стоимость ее поддержания явно перевешивает краткосрочные выгоды.
- **Реструктуризация долга в стиле СНГ.** За последний год очень небольшое число компаний прошло через процедуру банкротства. Урегулирование обязательств по корпоративным долгам происходит практически без списания части номинала. Только в банковских секторах Казахстана и Украины списание части основной суммы долга вошло в общую практику в связи с требованиями регулирующих органов.
- **Рефинансирование в Банке России.** Важнейшим изменением в инфраструктуре российского финансового рынка с точки зрения инвестора в долговые обязательства стало существенное расширение механизмов рефинансирования в Банке России. До октября 2007 г. регулятор выделял средства только под залог долговых обязательств с рейтингом ВВ и выше, которых было сравнительно немного. Теперь рейтинга В- достаточно для включения долговых инструментов в список РЕПО Банка России, в который на данный момент входят бумаги более 120 эмитентов.
- **Что еще?** Практика эмиссии облигаций после кризиса изменилась лишь незначительно. Тем не менее, нововведения, на наш взгляд, могут стать более заметными с возобновлением функционирования рынка обязательств третьего эшелона. Ограничительные условия (кованты) находят все более активное применение при размещении облигаций на внутреннем рынке, но в их эффективности нам только предстоит убедиться. Процесс реструктуризации рублевых долговых обязательств по-прежнему представляет собой множество двусторонних соглашений, а последние законодательные инициативы в области банкротства, а также учреждения института трасти, как мы полагаем, вряд ли будут утверждены.

Фактор поддержки: банковский сектор

Фактор поддержки со стороны государства и акционеров – один из наиболее часто упоминаемых и, на наш взгляд, достаточно редко адекватно воспринимаемых факторов на рынке кредитных ресурсов стран СНГ. При этом государственная поддержка (реальная или предполагаемая) играет гораздо большую роль, чем помощь со стороны акционеров. За последний год стало ясно, что участники рынка придавали слишком большое значение связям собственников корпоративных заемщиков как основанию для потенциальной поддержки со стороны государства и, вместе с тем, недооценили важность поддержки частных банков.

Незаслуженная немилость

Еще до краха Lehman Brothers в сентябре 2008 г. участники рынка считали, что российскому банковскому сектору присущи более высокие кредитные риски, чем корпоративным заемщикам, имеющим аналогичные рейтинги. Это нашло отражение в значительных спредах между доходностью облигаций банков и корпоративных эмитентов. На наш взгляд, ситуация объясняется рядом структурных факторов: 1) будучи одной из крупнейших групп инвесторов на рынке облигаций, банки не выражали особого желания вкладывать средства в облигации конкурентов на долгий срок; 2) межбанковские кредитные лимиты зачастую используются для других двухсторонних операций (от торговли на валютном рынке до синдицированных кредитов). Кроме того, распространено мнение (которое мы не разделяем), что российский банковский сектор привлекал слишком большую часть ресурсов за рубежом, в связи с чем в период высокой волатильности на мировых рынках, начавшийся в 2007 г., способность банков обслуживать внешний долг снизилась.

Когда на мировом и российском рынках разразился кризис ликвидности, негативные настроения инвесторов усугубили опасения относительно общей устойчивости российской банковской системы на фоне ухудшения настроений вкладчиков и беспокойства о проблемах с качеством активов. В совокупности вышеперечисленные факторы привели к возникновению ситуации, когда кредитные риски банков воспринимаются негативно, что, в свою очередь, предполагает существенную премию относительно долговых инструментов корпоративных заемщиков (как на внешнем, так и на внутреннем рынках долгового капитала).

Мы уже неоднократно отмечали, что большинство вышеупомянутых опасений относительно кредитного качества российских банков в действительности лишены оснований. Однако наша уверенность в том, что кредитоспособность российского банковского сектора значительно выше, чем полагают участники рынка, основывается прежде всего на факторе господдержки. В данном отчете мы рассмотрели политику российских органов власти по поддержке банков и пришли к выводу, что в большинстве случаев отношение к частным кредитным организациям было таким же, как и к государственным, следовательно, помощь была предоставлена системообразующим институтам, а не только подконтрольным государству.

Высокая степень поддержки банков независимо от структуры собственности

По своим масштабам поддержка, предоставленная государством российской банковской системе, оказалась наиболее существенной среди всех антикризисных мер. Важнейшим уроком для инвесторов стало то обстоятельство, что помощь была адресована не только государственным банкам, но банковскому сектору в целом.

Предоставление ликвидности. В связи с острым дефицитом ликвидности Банк России смягчил требования к обязательным резервам и создал систему, позволившую государству (изначально Министерству финансов, а затем и самому Банку России) проводить аукционы для предоставления банкам кредитных ресурсов без обеспечения. Первая мера, как нам представляется, в равной степени положительно отразилась на деятельности всех банков (поскольку обязательные резервы определяются одинаково для всех банков как доля от пассивов).

Система необеспеченного кредитования также оказала поддержку всем финансовым организациям, получившим к ней доступ, а не только государственным банкам. По нашим расчетам, на первое февраля (когда задолженность коммерческих банков перед Банком России достигла максимума) выделяемые средства распределялись между государственными и частными банками в пропорции 54% к 46%, что соответствует примерно одинаковым объемам ликвидности в процентном отношении к активам. По сути, организация процесса беззалогового кредитования предполагает, что лимиты заимствований в Банке России определяются исходя из капитала банка и определенного фактора риска, который зависит от кредитного рейтинга. Хотя центральный банк не раскрывал информации о конкретных значениях данных рискованных коэффициентов, имеющиеся сведения позволяют заключить, что разница между величинами, используемыми для государственных и частных банков, составляет менее 50%.

Программа субординированных кредитов Внешэкономбанка. Следующим элементом комплекса мер по поддержке банковской системы стали субординированные кредиты, предоставляемые через Внешэкономбанк. Данные ресурсы распределились между двумя категориями финансовых организаций примерно в равных долях: 60% досталось государственным банкам, а 40% – частным. Среди последних самый большой объем средств получили Газпромбанк (90 млрд руб.) и Альфа-Банк (40 млрд руб.). Следует отметить, что формально Газпромбанк уже не контролируется государством через Газпром; тем не менее, он получил почти половину средств, выделенных для категории частных банков, что свидетельствует о том, что банк по-прежнему пользуется преференциями. Также заслуживает внимания тот факт, что Альфа-Банк, крупнейший частный банк, в рамках программы Внешэкономбанка привлек примерно в четыре раза больше средств, чем государственный Банк Москвы. Хотя в процессе реализации программы отбор банков-участников во многом определялся политическими мотивами, интересы частного банковского сектора едва ли можно считать ущемленными.

Программа поддержки банковского капитала первого уровня. С начала года государство внесло 45 млрд руб. в капитал Россельхозбанка и 180 млрд руб. в капитал ВТБ. Кроме того, была внедрена программа, в рамках которой частные банки, отвечающие определенным базовым критериям (объем активов более 30 млрд руб. и рейтинг В-/В3 и выше), могут подать заявку на увеличение уставного капитала за счет государства на вполне благоприятных условиях:

- Эмиссия привилегированных акций в пользу государства не размывает голосующий пакет акционеров банков.
- Коэффициент Р/В составляет 1, что, с нашей точки зрения, является весьма адекватной оценкой в текущих рыночных условиях.
- Государство не получает права вмешиваться в операционную деятельность банка, ограничиваясь возможностью устанавливать ограничения на выплату бонусов и дивидендов, в случае если дивиденды по привилегированным акциям не выплачиваются.
- Существующие акционеры получают право преимущественного выкупа привилегированных акций у государства.

Тем не менее, до настоящего момента ни один из крупнейших частных банков не выразил желания принять участие в данной программе. На наш взгляд, это говорит о том, что банки способны решить проблемы с качеством активов без дополнительных вливаний капитала, или о готовности частных акционеров удовлетворить соответствующие потребности банков. Следует отметить, что, по словам руководства Сбербанка, именно по этим причинам (высокий уровень достаточности капитала и нежелание размывать доли миноритарных акционеров) банк не стал прибегать к допэмиссии акций в 2009 г. Недавно государство сократило масштаб программы поддержки капитала первого уровня с 250 млрд руб. до 100 млрд руб. Тем не менее, мы полагаем, что в случае нехватки данных средств на фоне большого спроса объем программы, вероятно, будет увеличен.

Другие механизмы поддержки. В числе прочих мероприятий государства по поддержке банковского сектора – расширение системы страхования вкладов, гарантии по межбанковским кредитам и согласие принимать неторгуемые (в рамках Положения Банка России №312-П) активы в качестве обеспечения по среднесрочным кредитам Банка России. При этом отношение к частным банкам по существу не отличается от отношения к государственным финансовым организациям, и каждая из мер основана на ряде количественных критериев и правил.

Поддержка системообразующих банков

В реалиях российского рынка структура собственности – не единственный важный фактор, определяющий необходимость поддержки той или иной финансовой организации. В основе подобных решений лежал ряд более сложных аргументов, в том числе:

- Размер и роль того или иного финансового института. В ряде случаев данный критерий рассматривался не в абсолютном значении, а скорее в зависимости от важности банка для экономической инфраструктуры определенного региона.
- Степень зависимости от розничных депозитов. В период экономической нестабильности российское правительство исходило из того, что бесперебойная работа банковской системы является одним из ключевых условий социальной стабильности.
- Политический статус владельцев банков. В ряде случаев сравнительно некрупным банкам удавалось заручиться непропорционально большой поддержкой благодаря возможностям их акционеров.

Мы приходим к выводу, что форма, в которой предоставлялась государственная поддержка, позволила всем крупным банкам не только без потрясений преодолеть кризис ликвидности, но и получить существенную прибыль от открытия коротких позиций в рубле в ходе его девальвации и выкупа собственных долговых обязательств по цене ниже номинала. Ни один из 20 крупнейших частных банков в России не столкнулся с трудностями в обслуживании публичного долга, включая финансовые организации, испытывавшие острый дефицит ликвидности и выкупленные государством (либо другими банками при помощи государственного финансирования).

Что касается банков, оказавшихся в затруднительном положении (Банк Глобэкс, КИТ Финанс, Связь-Банк), государство, на наш взгляд, могло минимизировать убытки через управляемую процедуру банкротства, вместо того чтобы помогать им урегулировать все обязательства, включая связанные с принятием избыточных рыночных рисков. Тем не менее, избранный властями метод имел свои преимущества, поскольку дал рынку четкий сигнал, что правительство и Банк России не хотят допустить крах сколько-нибудь значимых элементов банковской системы и предпочитают решать проблемы путем смены собственников, а не через процедуры банкротства.

Какую форму примет государственная поддержка банков после кризиса?

Одна из особенностей системы поддержки банков в России состоит в том, что стоимость большинства кредитных ресурсов (беззалоговые кредиты Банка России, депозиты Министерства финансов) превышает ставки денежного рынка, что делает их весьма дорогими относительно средней стоимости финансирования. С этой точки зрения российская система существенно отклоняется от мировых тенденций – в других странах регуляторы активно предоставляли финансовому сектору большие объемы ликвидности по ставкам, близким к нулю.

По этой причине банки начали активно погашать кредиты, привлеченные у регулятора, сразу после стабилизации ситуации на валютном рынке и исчезновения риска дальнейшего ослабления рубля. Объем необеспеченного финансирования, полученного банками от Банка России и Минфина, существенно сократился (с максимального уровня в 3.1 трлн. руб. до 0.4 трлн. руб. в середине ноября), при этом большая часть погашений пришлась на крупные государственные и частные банки. Этот вид финансирования продолжает пользоваться спросом главным образом со стороны средних и мелких частных. Действительно, именно частные участники рынка потребительского кредитования наиболее активно привлекают беззалоговые кредиты в Банке России (в процентном отношении к пассивам), что представляется вполне закономерным – в докризисный период они в основном использовали «оптовое» фондирование, и средства центрального банка являются для них своего рода резервом ликвидности, пока доступ к рынкам капитала закрыт.

В дальнейшем данные источники ликвидности вряд ли полностью прекратят существование: некоторые банки по-прежнему будут прибегать к ним для финансирования краткосрочных активов. Вместе с тем, мы полагаем, что частные банки будут в среднем чаще привлекать подобное финансирование, чем государственные. Это в очередной раз свидетельствует о том, что частные банки также пользуются господдержкой.

Фактор поддержки: другие заемщики

Операционные проблемы отделены от финансовых

Как стало ясно в ходе реструктуризации долговых обязательств НАК Нафтогаз Украины, государство может прилагать большие усилия, направляя существенные финансовые ресурсы в поддержку операционной деятельности компании, но совсем иначе относиться к ее кредиторам. В случае НАК Нафтогаз Украины рынок слишком оптимистично воспринял заявление о том, что средства МВФ, помимо прочего, могут быть направлены на покрытие кассового разрыва компании. Подобное расходование средств фонда неоднократно имело место – последний раз в начале ноября для выплаты кредиторской задолженности перед Газпромом за октябрь. Вместе с тем, правительство не посчитало необходимым задействовать свои резервы для погашения еврооблигаций НАК Нафтогаз Украины в сентябре. На наш взгляд, подобный подход является весьма разумным: несвоевременные выплаты Газпрому обойдутся несравнимо дороже реструктуризации еврооблигаций НАК Нафтогаз Украины, что и определило способ расходования дефицитных ресурсов (наша оценка ситуации представлена в отчете «*Naftogaz: Bail-in more likely than bail-out*» от 20 февраля 2009 г.).

Интересно отметить, что, как показала ситуация в Казахстане, операционные проблемы могут быть отделены от финансовых даже в банковском секторе. Так, Альянс Банк и БТА Банк объявили дефолт по «оптовым» обязательствам, но продолжают в обычном режиме обслуживать местных вкладчиков (как физических, так и юридических лиц), без задержек возвращая им средства. Первостепенной задачей для органов власти в подобных случаях является защита интересов вкладчиков, для чего они готовы сделать все возможное.

Частная или государственная собственность не имеет значения

Мы давно придерживаемся мнения, что при наличии серьезных оснований для предоставления финансовой поддержки структура собственности не имеет большого значения (см. отчет «*Корпоративные облигации: защитит ли государство ваши инвестиции?*» от пятого сентября 2006 г.). Соответственно, когда выгоды от такой поддержки не очевидны, вполне вероятно, что даже связанный с государством заемщик не получит необходимые средства. Наилучшим примером тому является банкротство компаний авиационного альянса AirUnion, который принадлежал правительству, в июле 2009 г.

На пике кризиса – поздней осенью 2008 г. – средства на рефинансирование внешнего долга через Внешэкономбанк выделялись без каких-либо очевидных преференций государственным компаниям. Наблюдательный совет Внешэкономбанка оценивал системную роль каждого заемщика, а не его структуру собственности. Список стратегически важных предприятий – тех, которые могут рассчитывать на гарантии государства при получении банковских кредитов, – также отнюдь не предполагает особого отношения к государственным предприятиям, и Банк России не делает различий между государственными и частными эмитентами при включении корпоративных облигаций в список РЕПО.

Более того, вследствие активного накопления промышленных активов госкорпорациями перед кризисом (наиболее ярким примером являются Ростехнологии), на наш взгляд, слишком много компаний оказались так или иначе связанными с государством. Дополнительный балласт создают предприятия, оставшиеся в собственности государства со времен СССР, которые так и не удалось приватизировать из-за отсутствия интереса со стороны инвесторов. Президент Д. А. Медведев в недавнем обращении к Федеральному собранию признал, что госкорпорации чрезмерно разрослись, их прозрачность недостаточна, и в них требуется проведение независимого аудита. На наш взгляд, это является более чем достаточным признанием того, что те компании, которые сегодня фактически связаны с государством, совсем не обязательно должны быть с ним связаны в будущем.

Квази-квасисуверенные заемщики

Недопонимание различных аспектов этой сферы стимулировало эмиссию значительного объема долговых обязательств – главным образом со стороны структур, связанных с Московской областью (в частности Московской областной инвестиционной трастовой компанией (МОИТК), Московским областным ипотечным агентством (МОИА) и другими организациями, подконтрольными региональному правительству). Опыт показывает, что неофициальные обещания поддержать такие организации часто связаны не столько с ролью, которую заемщик играет в своем секторе, а скорее с личными интересами тех или иных чиновников. В подобных ситуациях фактор репутации имеет значение, только пока чиновник остается на своем посту, и перестает играть роль, если он уходит в отставку (или теряет свой пост), иногда на фоне обвинений в серьезном нарушении уголовного или гражданского законодательства.

В случае Московской области после кадровых перестановок администрация региона, наконец, приняла решение провести банкротство МОИТК, имевшей чрезмерную долговую нагрузку. Большая часть задолженности компании перед банками была напрямую обеспечена гарантиями правительства Московской области, в связи с чем соответствующие обязательства должны быть урегулированы тем или иным образом. С держателями облигаций ситуация обстоит иначе. Если дело дойдет до ликвидации МОИТК, Московской области было бы целесообразнее приобрести часть ее активов с существенными дисконтами в ходе процедуры банкротства – это потребовало бы мобилизации гораздо меньшего объема средств, чем тот, который нужен был бы для продолжения работы компании. (Смысл существования МОИТК заключался прежде всего в предварительном финансировании ряда строительных проектов, которые позднее выкупались за счет средств регионального бюджета.)

Даже в случае дефолта дочерних организаций региональных органов власти позиции держателей облигаций в ходе банкротства существенно хуже позиций банков – коммерческих кредиторов таких организаций. МОИТК и ее дочерние структуры привлекли большой объем финансирования не только на рынке облигаций, но также и в банках. Исходя из отчетности компании и данных рейтинговых агентств, большинство банковских кредитов предусматривали прямые гарантии регионального правительства, и некоторые были выплачены в 2009 г., судя по финансовым показателям банков-кредиторов. По мере погашения долга перед банками шансы держателей облигаций МОИТК и ее «дочек» вернуть свои инвестиции приближаются к нулю, поскольку процесс банкротства контролируется правительством Московской области. Эта ситуация в очередной раз подтверждает наше мнение, что держатели облигаций представляют собой наименее защищенный класс кредиторов в случае отсутствия прямых гарантий и возможностей у заемщика погасить обязательства за счет собственных денежных потоков.

Моральные обязательства: чья репутация на кону?

С точки зрения российского, казахстанского и украинского законодательства письма о поддержке (*letter of comfort*) не имеют юридической силы. Независимо от того, имело ли место явное мошенничество, достаточно просто отказаться от любого неофициального обязательства. Наглядным примером этому стала ситуация вокруг Финансовой лизинговой компании (ФЛК).

В июне 2008 г. ФЛК разместила LPN на USD150 млн. Ноты распространялись среди зарубежных инвесторов главным образом благодаря акценту на фактор господдержки. В то время 52% акций ФЛК принадлежало Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК), а 29% – непосредственно государству. Более того, ФЛК имела рейтинг Ba2 от агентства Moody's, в первую очередь благодаря тому, что контрольный пакет ее акций принадлежал государству. По мнению агентства, между вероятностью дефолта ФЛК и российского правительства существовала тесная взаимосвязь. Дополнительную уверенность инвесторам придало письмо поддержки, подписанное президентом ОАК А. Федоровым, где он заявлял, что ОАК заинтересована в том, чтобы ФЛК выполнила свои обязательства, и намерена поддержать ее.

Мало кто принимал во внимание портфель активов ФЛК, состоявший из неэффективных отечественных самолетов, сдававшихся в аренду слабым авиакомпаниям (в их число входили уже фактически обанкротившиеся к моменту выпуска облигаций ФЛК КрасЭйр и Дальавиа). Практически без внимания осталась структура активов ФЛК, в частности, авансы на сумму USD150 млн (что сопоставимо с объемом лизингового портфеля компании). Рынок также не учел некоторую открытую информацию: например, о том, что ФЛК участвовала в сделке по приобретению непрофильных для ее бизнеса судоверфей у Aker Yards; кроме того, в вертикали управления между нею и ОАК были существенные проблемы.

Когда ФЛК не смогла осуществить купонные выплаты по долговым обязательствам, ОАК не оказала ей поддержки, отчасти потому, что на тот момент не располагала свободными средствами и сама нуждалась в государственной помощи. С нашей точки зрения, было очевидно, что дефолт ФЛК не отразится ни на одном виде деятельности, представляющим стратегическое значение: ее ценные активы перейдут в собственность банков-кредиторов, лизинговые функции будут выполнять другие организации, особенно если лизинг финансируется за счет выделенных государством средств. Данный случай стал явным свидетельством того, что простое наличие государства в качестве акционера (особенно если актив является наследием старых времен) и письма о поддержке не могут обеспечить более высокое кредитное качество заемщика, если оно само по себе является слабым.

Муниципальные долговые обязательства

Сегмент региональных облигаций до настоящего момента пользовался большой поддержкой федеральных властей. Мы давно придерживаемся мнения, что федеральный центр не будет проводить существенных различий в помощи региональным администрациям в преодолении кризиса и погашении долгов; иными словами, необходимую помощь получат либо все, либо практически никто (см. отчет *«Региональные облигации: годовой обзор»* от 13 августа 2008 г.). Решающее значение, на наш взгляд, здесь имеет состояние федерального бюджета.

В первом полугодии 2009 г. Министерство финансов приняло решение выдать экстренные займы регионам, столкнувшимся с наиболее серьезными трудностями, чтобы избежать их дефолта. Все та же Московская область до настоящего момента является крупнейшим получателем дешевых и относительно долгосрочных межбюджетных кредитов. Среди прочих активных эмитентов облигаций к помощи федерального центра в ближайшем будущем, скорее всего, будет вынуждена прибегнуть Иркутская область. В настоящее время давление на региональные правительства постепенно ослабевает, но не столько из-за улучшения параметров их бюджетов, сколько благодаря позитивным тенденциям в банковской системе.

По ряду причин (главным образом регуляторного характера) региональные администрации являются относительно предпочтительным классом заемщиков с точки зрения банковского сектора. Соответственно, степень риска, присваиваемого банками кредитам, по которым региональная администрация выступает в качестве заемщика или поручителя, составляет 20% (т.е. только одна пятая фактического объема кредита включается в расчет активов, взвешенных с учетом рисков). Подобное отношение к данному классу активов в условиях, когда банки стремятся поддержать уровень достаточности капитала, означает, что уменьшить объемы кредитования региональных администраций и связанных с ними заемщиков требуется не столь существенно по сравнению с займами рядовым корпорациям. Другая причина, по которой банки склонны отдавать предпочтение администрациям регионов, состоит в том, что, несмотря на возможную неустойчивость финансового положения, они достаточно часто служат хорошим источником ресурсов, поскольку их многочисленные дочерние компании, собирающие средства у населения, как правило, хранят внушительные остатки средств на банковских счетах. Все это способствовало тому, что объем банковского кредитования, предоставленного регионам, продолжал незначительно расти даже тогда, когда объем кредитов, выданных корпоративным заемщикам, сокращался.

С другой стороны, в чрезвычайных обстоятельствах вряд ли можно рассчитывать, что Минфин вмешается достаточно скоро. Прошлой осенью, когда один из государственных банков, как сообщалось, отказался пролонгировать истекающий кредит Московской области, регион в течение некоторого периода времени находился в очень сложной ситуации с ликвидностью. Как следствие, агентство S&P понизило рейтинг Московской области на четыре пункта с BB до B-, а доходность облигаций эмитента почти достигла 40% (см. отчет *«Рейтинг Московской области: субфедеральная история»* от 28 октября 2008 г.). Качество финансового управления по-прежнему является существенной проблемой для многих регионов. На наш взгляд, в сегменте региональных облигаций имеет смысл сосредоточить внимание на бумагах только тех эмитентов, которые имеют низкий уровень долга, чтобы обезопасить себя от существенных убытков, связанных с переоценкой с учетом рыночной конъюнктуры, даже если в конечном итоге выплаты по обязательствам будут произведены в полном объеме.

Поддержка акционеров

В настоящее время изредка все еще встречается мнение, что материнские компании несут ответственность по долговым обязательствам своих дочерних предприятий. Это неверно ни для России, ни для Казахстана, ни для Украины, и любое исключение здесь – скорее юридическая редкость, чем основание для анализа кредитного качества. Вопрос поддержки частными акционерами своих компаний всегда оставался в плоскости соотношения затрат и выгод, а не соображений морали и репутации. На наш взгляд, инвесторы должны быть очень осторожны при оценке поддержки акционеров и в первую очередь принимать во внимание важность дочернего предприятия для материнской компании.

Интересно отметить, что кредитор не всегда может в полной мере полагаться на косвенные гарантии, возникающие из положений о кросс-дефолте, предусмотренных в кредитных документах материнской компании. Согласно таким положениям, в случае дефолта любого из значимых дочерних предприятий кредиторы материнской организации вправе потребовать от нее погашения обязательств. Хорошим примером тому служит ситуация с компанией Система-Галс.

Компания являлась значимой «дочкой» АФК Система, следовательно, положения о кросс-дефолте в документации по еврооблигациям холдинга распространялись и на обязательства дочерней структуры. Вместе с тем, указанная документация ограничивала продажу активов АФК Система (и прежде всего значимых дочерних предприятий). На конец 2008 г. Система-Галс имела очень высокую долговую нагрузку – почти USD1.5 млрд – и отрицательный операционный денежный поток.

Дальнейшая реструктуризация и продажа компании Система-Галс стали примером того, что материнская структура может снять с себя ответственность за долговые обязательства практически любой значимой «дочки». АФК Система продала 19.5% акций Система-Галс ВТБ за 30 руб. (примерно USD1) и предоставила опцион на покупку еще 31.5% акций за 30 руб. (см. комментарий в *«Обзоре рынка долговых обязательств»* от девятого апреля 2009 г.). Ковенанты по облигациям АФК Система предусматривали, что продажа дочерних компаний должна осуществляться по справедливой стоимости, но в данном случае оценка стоимости акционерного капитала фактически в нулевом размере, вероятно, и была справедливой. Независимо от целей АФК Система, данный случай наглядно проиллюстрировал, каким образом материнская компания может деконсолидировать дочернее предприятие, имеющее высокую долговую нагрузку, и избавиться от потенциальных проблем, связанных с положениями о кросс-дефолте. В такой ситуации, кредиторы, полагающиеся на подобные косвенные гарантии со стороны материнской компании, могут оказаться в положении лиц, выдавших необеспеченный заем предприятию, не имеющему поддержки со стороны холдинговой структуры.

Хотя дочерняя организация может и не получить отказ в поддержке, не исключено, что акционеры попытаются минимизировать свои издержки либо с точки зрения затрат, либо денежных потоков (ограничивая объем средств, которые будут сразу же направлены в помощь нуждающемуся предприятию). В данном случае возможно несколько вариантов развития событий. Один из них предполагает выкуп находящихся в обращении долговых обязательств с дисконтом через аффилированные компании. Если затем эмитент попытается добиться изменения условий по этим инструментам, выкупленные обязательства могут быть использованы в процессе голосования для принятия нужного заемщику решения. В качестве примера можно привести процедуру обмена еврооблигаций Альфа-Банка Украина (см. наш отчет *«Альфа-Банк Украина: предложение об обмене обязательств – голосовать «за» от второго июля 2009 г.»*). Хотя в данном случае условия обмена оказались весьма привлекательными для инвесторов, легко представить ситуацию, в которой эмитент, сосредоточивший в своих руках основную часть долговых обязательств, будет диктовать условия, противоречащие интересам других инвесторов. Менее благоприятные условия для тех, кто не поддержит подобную недружественную реструктуризацию, могут даже стать дополнительным стимулом для голосования в пользу непривлекательного предложения.

Реструктуризация долга в стиле СНГ

Мы хотели бы выделить два важных, на наш взгляд, аспекта в развитии практики реструктуризации долговых обязательств в странах СНГ: 1) слабые позиции инвесторов в переговорах с эмитентами; 2) высокий уровень возврата номинала при урегулировании корпоративного долга.

Слабые позиции инвесторов в переговорах с эмитентами

Как правило, держатели облигаций не могут существенно повлиять на предлагаемые эмитентом условия реструктуризации или обмена долговых обязательств. Вместе с тем, это не означает, что все процессы реструктуризации, имевшие место в регионе, проводились на неблагоприятных для инвесторов условиях. Напротив, такие эмитенты как Группа РОЛЬФ и Нижнекамскнефтехим при продлении сроков долговых обязательств или Evraz Group, которая в настоящее время добивается от кредиторов согласия на отказ от требований в связи с нарушением ковенанта, предложили своим кредиторам очень интересные условия. Тем не менее, большинство случаев реструктуризации долговых обязательств в странах СНГ имеют весьма ультимативный характер, отражая слабость позиций держателей облигаций в переговорах с эмитентами. По той же причине, несмотря на большое число дефолтов, на рынках стран СНГ удивительно мало банкротств. Риски получения крайне низкого – по сути нулевого – возврата средств в случае банкротства вполне реальны, особенно для необеспеченных кредиторов. Очень часто инициатором банкротства выступает связанная с заемщиком сторона – лишь для того, чтобы суд гарантировано назначил дружественного заемщику управляющего (преимущество первого хода имеет здесь огромное значение) и большая часть оставшихся активов досталась собственникам компании, а не кредиторам.

У заемщиков, не относящихся к банковскому сектору, организационно-правовые формы в регионе в большинстве своем очень сложны и непрозрачны и часто позволяют легко переводить активы или денежные потоки на связанные компании. Несколько общеизвестных примеров – наиболее ярким из которых является Еврокоммерц – наглядно иллюстрируют, что если заемщик не желает платить, его кредиторам (особенно иностранным) очень сложно что-либо получить. Это часто объясняется существенными недостатками в структурировании долговых обязательств – «правильные» структуры обеспечения и дополнительных ограничений деятельности заемщика усложнили бы собственникам задачу перевода активов или операционной деятельности в другие организации. Одним из самых слабых мест типичной структуры внутренних облигаций, например, оказался механизм поручительств, оформленных офертами на выкуп за рамками проспекта облигаций. Этот механизм создал почву для злоупотреблений и попыток (иногда удачных) уклониться от исполнения обязательств. Другой пример: в некоторых выпусках CLN инвесторы полагали, что залог акций (долей участия в обществах с ограниченной ответственностью) компаний – собственников недвижимости как бы равносильно залого самой недвижимости. Прошедшие двенадцать месяцев хорошо показали, насколько ошибочным является такое мнение.

В случае реструктуризации долговых обязательств в банковском секторе возможности кредиторов очень ограничены; наглядным свидетельством этого стали БТА Банк и Альянс Банк. Единственным значимым аргументом держателей облигаций может стать угроза инициировать банкротство банка. Тем не менее, они должны понимать, что в этом случае выплаты по долгам могут оказаться нулевыми. В то же время, остатки ценных активов могут быть выведены из банка либо нелегальным путем, либо вместе с депозитами. Более того, основная причина реструктуризации долговых обязательств банка часто заключается в нехватке не только ликвидности (данная проблема достаточно просто решается), но и капитала. Объем необходимого вливания собственного капитала и, следовательно, дисконт по долговым обязательствам рассчитываются на основе нормативных требований к уровню капитала, которые, в свою очередь, зависят в том числе от резервов на потери по кредитам. Учитывая формальный характер требований к резервам, их уровнем достаточно просто манипулировать, причем кредиторы практически не имеют рычагов воздействия на этот процесс.

Отсутствие дисконтов при реструктуризации долга корпоративных заемщиков

Соображения о слабости позиций кредиторов касаются только того аспекта переговорного процесса, который связан с переносом сроков выплат и новыми процентными ставками. Между тем, в признании основной суммы долга ситуация обратная – в корпоративном секторе до настоящего времени было очень мало примеров реструктуризации обязательств с дисконтом к начальной сумме задолженности, т. е. со списанием части долга.

В отличие от банков, структура балансов корпоративных эмитентов не регламентируется никакими нормативными требованиями. Это лишает их оснований требовать списания части долга при реструктуризации. Чаще всего существуют способы при высоком номинальном уровне долга ослабить давление на денежные потоки через капитализацию купонных платежей – по крайней мере, на некоторое время. Очень часто инвесторы полагают (или исходя из моделирования деятельности заемщика, или принимая желаемое за действительное), что эмитент сможет погасить свои обязательства в полном объеме, причем скорее раньше, чем позже. Такая точка зрения и нежелание нести убытки по номинальной стоимости портфеля приводят к отсутствию дисконтов при реструктуризации обязательств в корпоративном секторе. Это приводит к ряду важных последствий:

- Во-первых, допуская, что реструктуризация состоится на более или менее рыночных условиях, отсутствие дисконта естественным образом ограничивает минимальный уровень стоимости облигации до дефолта даже при абсолютной уверенности в том, что реструктуризация состоится.
- Во-вторых, по той же причине прогнозы в отношении возврата средств (*recovery rate*), используемые в качестве вводных данных в моделях ценообразования CDS, зачастую слишком консервативны. В частности, если новые купонные ставки близки к рыночным, процент возврата средств (*recovery rate*) будет гораздо ближе к номиналу, чем применяемая в большинстве моделей CDS 30%-ная оценка. Заметным исключением здесь станут компании, имеющие слишком высокую долю долга в структуре капитала и минимальные денежные потоки (такие, как украинский девелопер XXI Век).
- В-третьих, некоторым эмитентам, проблемы которых при реструктуризации были скорее отсрочены, но не решены, практически неизбежно придется еще раз пройти этот процесс (ярким примером является компания ИжАвто, чье положение после первой реструктуризации только ухудшилось).
- Наконец, когда рейтинговые агентства стремятся учесть степень возмещения долга после дефолта в своем анализе, в большинстве случаев они подходят к вопросу слишком консервативно.

Рыночная инфраструктура

Операции РЕПО Банка России

Расширение и совершенствование механизмов рефинансирования в Банке России стали, пожалуй, одними из наиболее значимых изменений в инфраструктуре российского финансового рынка за последний год. С учетом наших оптимистических оценок дальнейшей динамики процентных ставок на внутреннем рынке это послужило основанием для наших стратегических рекомендаций по рублевым обязательствам с высоким кредитным качеством (см. наш отчет «*Рынок облигаций: покупай или проиграешь!*» от первого октября 2009 г.).

Показательно, что в 2007 г., когда объемы эмиссии низкокачественных высокодоходных долговых обязательств достигли пика, одним из привычных терминов для рынка стал слоган «РЕПО Банка Москвы». Данные операции были важным фактором, позволявшим Банку Москвы, который в то время был крупным игроком на первичном рынке инструментов третьего эшелона, размещать организованные им облигационные займы.

Теперь рынком правит РЕПО Банка России. До октября 2007 г. регулятор предоставлял рефинансирование только под залог долговых обязательств с рейтингом ВВ и выше, которых было сравнительно немного. Теперь рейтинга В- достаточно для включения долговых инструментов в список РЕПО Банка России, который на данный момент насчитывает бумаги более 120 эмитентов. Большинство бумаг пополнили список на протяжении последнего года.

Дисконты, установленные Банком России для рефинансирования под залог этих инструментов (от 10% до 50%), практически полностью зависят от кредитного рейтинга выпуска. Таким образом, в отличие от докризисного периода, рейтинговые агентства начинают выполнять новую функцию, которая имеет непосредственное влияние при оценке отдачи от инвестиций в корпоративный долг.

Пока ставки денежного рынка и межбанковского РЕПО ниже ставки по операциям однодневного РЕПО Банка России, инвесторы не испытывают необходимости заключать сделки РЕПО с центральным банком. Однако это не умаляет важности гарантированной возможности рефинансирования под залог облигаций, включенных в список РЕПО Банка России, в случае существенного ухудшения ситуации с ликвидностью или усиления неприятия рисков. Соответственно, гарантированный доступ к механизму финансирования Банке России существенно улучшает ситуацию с ликвидностью на рынке и повышает готовность инвесторов принимать на себя соответствующие кредитные риски.

Что касается предложения долга, принимая во внимание динамику кривой NDF, практически все корпоративные заемщики из высших эшелонов корпоративного сегмента во втором и третьем кварталах 2009 г. сочли заимствования на внутреннем рынке менее затратными по сравнению с рынком еврооблигаций. Прямым следствием этого стало заметное повышение кредитного качества корпоративного сегмента рынка рублевых облигаций. Среди эмитентов, отдавших предпочтение внутреннему рынку, оказались МТС, ВымпелКом, X5 Retail Group, Evraz Group, Северсталь, НЛМК, ММК, Газпромнефть, АФК Система, Транснефть и другие. Большинство корпоративных первичных размещений за указанный период произошло именно на внутреннем рынке. Показательно, что ликвидность внутреннего рынка высококачественных корпоративных бумаг сейчас зачастую и заметно превышает ликвидность рынка корпоративных еврооблигаций.

Закон «О несостоятельности (банкротстве)»: еще дальше от защиты прав кредиторов?

Мы проанализировали несовершенство российского законодательства о банкротстве в отдельном отчете («*От дефолта до банкротства: банки начинают и выигрывают*» от третьего июля 2008 г.). Не так давно предметом споров стал новый законопроект, подготовленный Министерством экономического развития, основная задача которого состояла в устранении недостатков действующего закона «О несостоятельности (банкротстве)».

Новый документ содержит положения, позволяющие суду утвердить план реабилитации компании даже без согласия большинства кредиторов. Между тем, подобный план может содержать неблагоприятные для кредиторов положения, в том числе продление сроков обязательств или даже списание долгов. В соответствии с законопроектом, для утверждения подобного плана достаточно 25% голосов кредиторов. Кроме того, в документе содержится ряд формальных критериев, которые по сути позволяют получателю претензий не признавать некоторые из них вовсе. Наконец, в ряде случаев проект закона существенно ограничивает полномочия зарубежных судебных инстанций в том, что касается внешних долговых обязательств, регулируемых иностранным законодательством. Иными словами, законопроект, на наш взгляд, чрезмерно мягко относится к заемщикам и заметно ущемляет права кредиторов.

По нашему мнению, новый документ вряд ли будет принят. Насколько нам известно, крупнейшие банки (как государственные, так и частные) полностью осознают риски, которые он несет, и активно лоббируют отказ от его принятия (или даже от его рассмотрения).

Структура облигационных займов: изменений мало

После волны дефолтов и реструктуризаций на внутреннем рынке долговых обязательств инвесторы в рублевые облигации начали требовать определенных ковенантов. Обязательства, выпущенные в ходе реструктуризации и в послекризисный период, теперь, как правило, содержат положения о кросс-дефолте и иногда более тщательно проработанные критерии досрочного погашения. Вместе с тем, в их эффективности и возможности их принудительного применения еще только предстоит убедиться. В частности, не всегда ясно, как можно запустить механизм досрочного погашения, особенно учитывая отсутствие понятия трасти в российском законодательстве в целом и в практике рынка облигаций в частности.

Также следует отметить, что все права и обязанности, связанные с эмиссией облигаций в России, по-прежнему характеризуются многочисленными двусторонними отношениями. Таким образом, любой процесс реструктуризации облигаций всегда представляет собой (более или менее синхронизированную) серию двусторонних соглашений между эмитентом и каждым держателем облигаций. Подобная система имеет как преимущества, так и недостатки.

- С одной стороны, процесс реструктуризации, как правило, занимает гораздо больше времени, чем мог бы. Если в необходимости реструктуризации удастся убедить не всех держателей облигаций, не исключено, что кредиторы, не поддержавшие процесс, обратятся в суд с иском против заемщика, что, как правило, ослабляет мотивацию к участию в реструктуризации.
- С другой стороны, воля большинства кредиторов не навязывается меньшинству, что весьма важно на рынках стран СНГ, принимая во внимание распространенную в регионе склонность влиять на судьбу того или иного выпуска еврооблигаций через манипулирование значительным пакетом бумаг связанными сторонами заемщика.

Федеральная служба по финансовым рынкам разработала законопроект, предполагающий создание института трасти (представителей держателей облигаций), что оказало бы существенное содействие процессам реструктуризации долговых обязательств. Тем не менее, этот документ так и не был принят. Поскольку за прошедший год проблема по большей части оказалась решена, какие-либо изменения в этой сфере в ближайшей перспективе, на наш взгляд, маловероятны.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Пресненская набережная, 10
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель аналитического
управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

**Начальник отдела макроэкономики
и анализа долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Милена Иванова-Вентурини
Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 4350
Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Ирина Елиневская
Ильдар Давлетшин
Татьяна Калачева

**Потребительский сектор
и сельское хозяйство**
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеевкова
MAlexeenkova@rencap.com

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок
долговых обязательств**
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Расконов
Андрей Марков
Анастасия Головач
Антон Никитин

Рынок Средней Азии
+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурини
Татьяна Калачева

Рынок Украины
+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 258 7785
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7770 x4001
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.