

## От дефолта до банкротства Банки начинают и выигрывают

- **Что происходит после дефолта?** Череда кредитных событий последних двух месяцев перевела данный вопрос в практическую плоскость. Опыт работы с проблемными долгами рынок накопит не скоро, и пока мы предлагаем самые общие соображения на эту тему. Мы не обсуждаем банковские банкротства, поскольку они регулируются особыми правилами.
- **Оставаться в стороне.** Инвесторам, которые не готовы «играть в рулетку», мы рекомендуем оставаться в стороне от соответствующего сегмента рынка даже ценой фиксации значительных убытков по сформированным ранее позициям. Мы уверены, что сознательные инвестиции в проблемные долги почти всегда возможны только на основе инсайдерской информации. Для рыночных инвесторов риск получить неожиданно низкий уровень возврата (*recovery rate*) вложений в проблемные долги, на наш взгляд, очень существенен.
- **Акцент на активах, а не потоках.** Обычно при оценке риска компании основное внимание уделяется генерируемому денежному потокам. Подобный подход утрачивает смысл, когда у акционеров заемщика пропадает желание или возможность обеспечивать его существование. В такой ситуации единственный источник погашения долга – оставшиеся у компании активы.
- **Банки заведомо в выигрыше.** В любой ситуации накануне банкротства держатели облигаций находятся в проигрышном положении по сравнению с банками – как из-за формального наличия обеспечения, так и по причинам, связанным с более значительным арсеналом инструментов воздействия на заемщика.
- **Кто не успел, тот опоздал.** Рублевые облигации практически никогда не содержат условий о кросс-дефолте. Из-за этого рыночные кредиторы существенно ограничены в возможности начать урегулирование своих претензий к заемщику одновременно с другими кредиторами.
- **Каждый сам за себя.** Российское законодательство не знает функции попечителя, и защита прав каждого держателя облигаций – его собственная задача. Понятно, что для ее выполнения требуются как достаточный уровень юридической грамотности, так и готовность нести судебные издержки.
- **Без биржи, ликвидности и четких прав.** Ряд технических проблем затрудняет продажу облигаций после дефолта – это касается прекращения торгов на ММВБ и неурегулированных вопросов депозитарного учета ценных бумаг, по которым срок погашения прошел.
- **Плюс претензии по налогам.** Часто налоговые претензии становятся основной причиной банкротства. В таких случаях размер требований необеспеченных кредиторов третьей очереди может нарастать непредсказуемо. Вместе с ним так же быстро ухудшаются перспективы возврата вложений рыночных инвесторов.

За последние два месяца мы стали свидетелями нескольких случаев несвоевременного выполнения эмитентами, поручителями и оферентами своих обязательств по облигациям. Подобные эпизоды будут, несомненно, возникать вновь и вновь, поскольку из-за высоких рисков рефинансирования и общей нестабильности на рынке третий эшелон остается очень рискованным направлением инвестиций. Мы неоднократно предупреждали о соответствующих рисках (см., например, «*Стратегия на 2008 год: глобальное похолодание*» от 28 декабря 2007 г.).

В настоящем отчете мы не обсуждаем принципы кредитного анализа компаний, находящихся в сложной ситуации. Мы пытаемся привести дополнительные соображения, которые могут помочь ответить на основной вопрос – стоит ли фиксировать значительные убытки и продавать бумаги существенно ниже номинала (или, напротив, целесообразно ли вкладывать в проблемные долги).

Технический дефолт может перерасти в реальный, а основные события могут разворачиваться в зале суда. Нам представляется, что многие участники рынка недооценивают сложности, связанные с реализацией идей применительно к дефолтным или преддефолтным ситуациям. Мы рекомендуем небольшим инвесторам, которые не относятся к проблемным долгам, как к игре в рулетку, и не располагают инсайдерской информацией, оставаться в стороне от этого сегмента рынка даже ценой фиксации значительных убытков по сформированным ранее позициям.

#### **Каждый сам за себя**

Отечественное законодательство не знает понятия попечителя. Это определяет одно из основных отличий рублевых бумаг от еврооблигаций: никто кроме самого инвестора не будет заниматься защитой его прав. Получение инвестором исполнительного листа по иску о защите своих требований ничего не означает для остальных держателей; каждый инвестор должен получить отдельные судебные решения через отдельные иски. Точно так же после запуска процедуры банкротства требования каждого держателя облигаций до их включения в реестр необходимо подтвердить отдельным судебным решением. Для небольших инвесторов принцип «один кредитор – одно требование» неизбежно влечет значительные издержки на прохождение всех судебных инстанций. Кроме того, у многих инвесторов просто нет возможностей и инфраструктуры для реализации этих задач.

#### **Кто не успел, тот опоздал**

Рыночные инвесторы чаще всего проигрывают банкам в определении момента, когда можно и нужно начинать предпринимать какие-либо юридические действия в отношении проблемного заемщика, и могут просто опоздать с шагами по защите своих прав.

Это связано с двумя причинами. Во-первых, проспекты подавляющего большинства рублевых облигационных выпусков не содержат условий о кросс-дефолте (которые обязательно входят в состав практически любого банковского кредитного соглашения). Во-вторых, каждый банк-кредитор заинтересован в урегулировании проблемной ситуации без придания ей излишней публичности – от этого напрямую зависит, на какой процент возврата он может рассчитывать.

- До того момента, пока эмитент не допустил фактического нарушения графика обслуживания выпуска облигаций, держатели не имеют права требовать досрочного выкупа или погашения. Такое право не возникает даже в том случае, если общеизвестно, что заемщик нарушает другие обязательства, против него банками поданы иски или инициирована процедура банкротства.

- Нередко рыночные инвесторы просто не знают о том, что в отношении заемщика банками начаты судебные действия. Можно попытаться отслеживать сообщения арбитражных судов о принимаемых и рассматриваемых исках. Однако если корпоративная структура заемщика – как это часто бывает с нерегулируемыми отраслями – сложна, подобные попытки вряд ли принесут успех.
- Законодательство прямо указывает, что введение любой процедуры банкротства, в том числе его начальной фазы – наблюдения, сопровождается запретом на выплату платежей по эмиссионным ценным бумагам. Эмитент, не перечислив даже купонный платеж, может апеллировать к этой норме для того, чтобы заблокировать принятие судом положительных решений по искам держателей облигаций.
- Проблема еще более обостряется, если выпуск размещен от имени специальной финансовой компании и обеспечен поручительством реального заемщика. Если ухудшается положение именно поручителя, а не эмитента, инвестору придется апеллировать к последствию утраты обеспечения, что требует более сложного и долгого обоснования.

Самый важный период, когда происходит двустороннее (и неформальное) урегулирование требований, заканчивается введением процедуры наблюдения. В результате, когда рыночный инвестор получает судебное решение и исполнительный лист по дефолтной облигации, он может просто опоздать – процедура наблюдения может быть уже введена. Любая из процедур банкротства – от наблюдения до конкурсного производства – подразумевает, что защита прав отдельных кредиторов по полученным исполнительным документам приостанавливается.

### **Банкротство: акцент на активах, а не потоках**

В обычных случаях при оценке относительной долговой нагрузки заемщиков инвесторы уделяют основное внимание денежным потокам. Такая логика, к сожалению, неприменима к ситуациям накануне банкротства. Хотя отечественное законодательство предусматривает процедуру финансового оздоровления, идеология банкротства все же в большей степени строится на погашении долга от реализации выявленных активов компании, а не на попытке восстановить нормальное функционирование компании.

Если у акционеров заемщика по каким-либо причинам пропадает желание или возможность поддерживать бизнес в работоспособном состоянии, денежные потоки компании станут нестабильными и, скорее всего, резко сократятся. Когда показатели из отчета о прибылях и убытках теряют смысл, то и заключения о кредитном риске, основанные на EBITDA, становятся бессодержательными. На первый план выходит тот набор активов, которые можно продать для выплаты долгов. Именно наличие быстро продаваемых или потенциально интересных активов стало ключевым фактором выживания для таких разных компаний, как Амтел, Копейка или Арбат-Престиж.

Проблема, однако, заключается в том, что рыночные инвесторы чаще всего не могут контролировать наличие тех активов, из стоимости которых могут быть погашены облигации. К моменту дефолта свободные от обременений активы могут быть выведены из компании, а борьбу за остающиеся активы почти наверняка выиграют банки.

### Банки начинают и выигрывают

Большинство банкротств – это не столько борьба заемщика за выживание, сколько борьба кредиторов за его оставшиеся активы. При таком противоборстве держатели облигаций находятся в заведомо проигрышной позиции по отношению к банкам-кредиторам. Почти ни у каких рыночных инвесторов нет подразделений, сопоставимых с банковскими службами безопасности, и они не способны эффективно конкурировать с банками в получении возмещения от заемщиков, которым угрожает банкротство.

Требования держателей облигаций серьезно субординированы по отношению к требованиям банков по двум причинам.

- **Формальный аспект: наличие обеспечения.** Держатели облигаций – необеспеченные кредиторы. Обычно у них есть очень приблизительное представление о том, какие активы заемщика могут сформировать конкурсную массу, на которую они в принципе могли бы претендовать. Банкам, напротив, иногда удается даже повышать фактический уровень своего обеспечения, в срочном порядке переводя необеспеченные требования в категорию обеспеченных. Цель достигается различными способами, ни один из которых в действительности не доступен для держателей облигаций. Сюда относятся разные формы принуждения менеджмента с целью заключения дополнительных договоров залога «задним числом» (по залогам, не требующим регистрации), введение обеспечительных мер через суд, установление обременения недвижимости в силу закона и т.д. Чем большая доля кредитов банков оказывается обеспеченной активами к моменту составления окончательного реестра требований, тем меньше могут получить держатели облигаций. В целом мы не стали бы рассчитывать на какие-либо «остатки» от продажи объектов залога сверх требований обеспеченных кредиторов. Если речь идет о сравнительно неликвидных и нестандартных активах, нет никаких причин считать, что они могут быть проданы хотя бы по залоговой стоимости.
- **Неформальный аспект: преимущества тщательного мониторинга.** Кредитующие банки всегда могут четче и оперативнее отслеживать финансовое положение заемщиков. У них есть множество механизмов, помогающих выявить ухудшение их положения на довольно ранних стадиях. Эти механизмы варьируются от ограничений на финансовые коэффициенты и обороты по текущим счетам до более высокой частоты выплат по кредитам и личных поручительств собственников бизнеса. Через такие механизмы контроля банки раньше видят «миграцию» заемщика в категорию проблемных и раньше могут начинать процедуры по возврату средств.

Правила принятия решений при заключении мирового соглашения тоже свидетельствуют о слабых позициях держателей облигаций. Для завершения процедуры банкротства требуется единогласная поддержка обеспеченных кредиторов, но достаточно только половины голосов всех конкурсных кредиторов.

### Надолго и без биржи

Еще один важный момент, который надо учитывать при инвестировании в проблемные долги, – это возможность столкнуться с продолжительным периодом «замораживания» средств, сопоставимым или превышающим обычные горизонты инвестирования в облигации третьего эшелона.

- Действующие стандарты эмиссии диктуют однозначные временные рамки для определения факта дефолта – семь дней просрочки по купону и 30 дней просрочки по выплате основной суммы долга. До истечения указанных сроков инвесторы могут обращаться к поручителям, но не в суд.
- В соответствии с Арбитражным процессуальным кодексом подготовка дела к разбирательству может занять до двух месяцев. Еще месяц отводится на саму процедуру разбирательства. Поскольку право на обращение в арбитражный суд с заявлением о банкротстве возникает спустя тридцать дней с даты направления исполнительного листа в службу судебных приставов, то всего до подачи только требования о признании должника банкротом может пройти четыре месяца с даты, когда облигации должны были быть погашены. Еще месяц до введения процедуры наблюдения отводится на попытку удовлетворения требований через службу приставов.
- Срок, в течение которого дело о банкротстве должно быть рассмотрено арбитражным судом после введения процедуры наблюдения, – семь месяцев с момента подачи заявления. В зависимости от решения суда дальнейшие процедуры могут занять до двух (финансовое оздоровление) или до полутора (внешнее управление) лет. Конкурсное производство (независимо от того, после какой фазы оно вводится), может занять еще год.

С точки зрения ликвидности облигаций необходимо разделять дефолт по оферте и неспособность произвести погашение – это разные ситуации.

- Прохождение через оферту само по себе не блокирует биржевые торги по бумаге, а исполнение или неисполнение оферты не влечет никаких последствий для обращения облигаций. Инвесторы по-прежнему могут использовать привычную инфраструктуру (торговая система ММВБ, денежные расчеты через РП ММВБ и автоматические расчеты по бумагам – через НДЦ).
- С другой стороны, перед погашением выпуска НДЦ должен составить список держателей, поэтому ММВБ прекращает торги по выпуску. Типичная документация облигационных выпусков четко указывает дату составления такого списка и прекращения торгов и ничего не говорит о возможности возобновления торгов. Таким образом, после дефолта выпуск получает внебиржевой статус, вследствие чего у него пропадает признаваемая котировка.

### **С кем торговать?**

После даты погашения могут возникнуть проблемы с обеспечением прав собственности при сделках с дефолтными облигациями. В проспектах облигаций часто встречается указание на то, что исполнение обязательств по выпуску будет считаться надлежащим, даже если эмитент переведет средства тому инвестору, который являлся владельцем облигаций на дату погашения, но впоследствии продал их. Документы обычно не предусматривают никаких обязательств НДЦ по составлению еще одного списка держателей на какую-либо дату кроме даты погашения или по принятию к исполнению депозитарных поручений после даты погашения облигаций. Насколько мы понимаем из общения с представителями НДЦ, операционная система НДЦ в состоянии обрабатывать бумаги с прошедшей датой погашения, и НДЦ готов обслуживать бумаги, находящиеся в дефолте. Однако никаких формальных обязательств по таким операциям у НДЦ нет.

Один из способов преодоления подобных проблем – торговля в рамках одного депозитария-депонента НДС, что не требует никаких действий со стороны НДС. Однако для этого необходимо, чтобы обе стороны сделки обслуживались в одном депозитарии. Применительно к бумагам, приобретенным в портфели паевых фондов, использование данной возможности крайне затруднено в силу специфики депозитарного обслуживания ПИФов. Рынок любого выпуска после дефолта, очевидно, еще более фрагментируется, а инвесторам приходится нести значительные инфраструктурные риски.

#### **Налоговые претензии: требования выше, возврат ниже**

Если причиной ухудшения финансовой ситуации заемщика служит предъявление претензий со стороны налоговых органов, то вероятный уровень возврата вложений для держателей облигаций становится непредсказуемым. Заметим также, что до начала процедуры банкротства при недостаточности денежных средств на счете компании требования налоговых органов относятся в четвертую очередь и при поступлении денежных средств на банковский счет исполняются в полном объеме до начала удовлетворения необеспеченных требований прочих кредиторов.

Практика показывает, что налоговые органы не стремятся объединять разные претензии (по операциям с различными контрагентами или за различные периоды) в единый иск. За одним объявлением о доначислении налогов часто следуют другие. К завершению процедуры банкротства общий объем требований налоговых органов может существенно увеличиться по сравнению с тем, о котором было известно в ее начале.

Никаких реалистично применимых методов для оценки окончательного объема налоговых претензий у рыночных инвесторов, конечно, нет. Однако поскольку при банкротстве рыночные инвесторы – это такие же кредиторы третьей очереди, как и государственные органы, рост налоговых требований при неизменном объеме конкурсной массы автоматически означает ухудшение перспектив для держателей облигаций.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи 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  
Краснопресненская набережная, 18  
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

#### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

#### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

#### Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

#### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoiseev@rencap.com

#### Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@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  
Светлана Ковальская

#### Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Андрей Крупник

#### Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

#### Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Типсина

#### Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

#### Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

#### Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Агеева

#### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

#### Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Складя

#### Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
Нина Дергунова

#### Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джеффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко  
Константин Головкин

#### Рынок акций Средней Азии, стратегия + 7 (727) 244 1581

Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

#### Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
AMoiseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

#### Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

#### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилль  
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (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 подвержены риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100