

Четверг, 15 января 2009 г.

Аналитик: Михаил Галкин Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Рублевые облигации: еще один недостаток

На наш взгляд, из-за отсутствия в юридической структуре рублевых облигаций института централизации интересов держателей (собрания), банкротства эмитентов будут происходить чаще, чем это могло бы быть. Кроме того, по этой же причине, при прочих равных, мелкие держатели рублевых бумаг теряющих платежеспособность эмитентов находятся в чуть более выгодном положении по сравнению с крупными.

По сравнению с еврооблигациями, у рублевых облигаций достаточно много недостатков. Даже в эпоху «горячего» рынка мы время от времени их вспоминали и обсуждали. Для этого, правда, требовались определенные усилия, т.к. в период бума думать о недостатках и рисках никому не хотелось.

И тем не менее, на конференциях и в беседах с иностранными инвесторами мы говорили об отсутствии ковенант, неравенстве юридической силы оферты и погашения, странных и слабых требованиях к эмитентам рублевых облигаций по раскрытию информации... Упоминали также о некоторых инфраструктурных неудобствах: отсутствии возможности торговать корпоративными выпусками сразу после размещения, заключать сделки с расчетами на (t+n) и т.д.

Сейчас же, в период кризиса ликвидности и экономического кризиса, когда значительная часть заемщиков балансирует на грани потери платежеспособности, «всплыл» еще один серьезный недостаток рублевых облигаций – их юридическая структура неудобна для достижения эффективного соглашения о реструктуризации долга.

Насколько мы понимаем, регуляторы по многим направлениям работали и работают над «апгрейдом» рублевых облигаций как финансового инструмента. И даже предложения о создании института «собрания владельцев облигаций» уже были озвучены правительством – правда, лишь совсем недавно, в известном пакете антикризисных мер, опубликованном в ноябре 2008 г. К сожалению, реализация этих намерений произойдет слишком поздно. Во всяком случае, с точки зрения многих нынешних владельцев рублевых облигаций 3-го эшелона.

СИТУАЦИЯ

Весьма распространенный случай в сегменте, который принято называть «3-м эшелон»: спрос на товары или услуги компании X сократился, платежная дисциплина клиентов снизилась, процентные ставки стали «неподъемными», стоимость более-менее ликвидных активов (например, недвижимости) тоже упала. В результате, оценочная рыночная стоимость акционерного капитала компании (equity value) стала нулевой или отрицательной. Компания не имеет возможность рефинансировать долги, т.к. ни один из кредиторов не готов увеличивать позиции в ее долговых обязательствах.

При этом все (и акционеры, и кредиторы) интуитивно понимают, что компания X сама по себе «имеет право на жизнь», т.е. может быть прибыльной даже в текущих сложных экономических условиях, нужно только сделать что-то с долговой нагрузкой. А ключевые операционные активы «по отдельности» представляют сомнительную ценность. Поэтому стоимость компании без учета долга в случае продолжения деятельности (“going concern”) заметно выше, чем ее ликвидационная стоимость.

В такой ситуации акционеры предлагают кредиторам реструктурировать задолженность компании на условиях, предполагающих снижение стоимости долга и/или его пролонгацию (фактически – списания части

задолженности). Если кредиторы не соглашаются на это предложение, акционерам выгоднее не «спасать» компанию, а допустить ее банкротство (и, возможно, недорого купить те же активы без долгов в ходе этой процедуры). Учитывая сказанное выше (стоимость 'going concern' выше ликвидационной), в интересах кредиторов – дать добро на реструктуризацию.

ПРОБЛЕМА

Стандартная юридическая структура еврооблигаций предполагает, что решение по тем или иным изменениям к условиям договора (в т.ч. реструктуризации), поддержанное определенной долей держателей бумаг, автоматически распространяется на всех кредиторов, вовлеченных в сделку.

Именно это создает реалистичные условия для достижения соглашения между заемщиком и владельцами облигаций, т.к. обеспечивает равенство положения всех держателей.

В случае с рублевыми облигациями, из-за отсутствия такой нормы возникает серьезная проблема. Реструктуризация долга имеет смысл только в том случае, если удастся уладить конфликты со всеми кредиторами. Если эмитенту удалось уговорить 85% инвесторов поддержать облигации еще год-полтора, ему нужно исполнить обязательства перед «несогласными», ведь иначе они инициируют иски о неплатежеспособности компании и все достигнутые договоренности потеряют смысл. Мы уже видели несколько примеров таких «выкупов миноритариев».

В результате, у каждого держателя, а в особенности – у мелкого, возникает соблазн стать «выкупленным несогласным» и не понести потерь вовсе. Очевидно, что в таких условиях, когда каждый кредитор хочет оказаться умнее других (и уж точно – не остаться «в дураках») достижение соглашения заметно менее вероятно, чем если бы речь шла о кредите или выпуске еврооблигаций.

Решить эту проблему можно, лишь изменив «правила игры». Пока же несовершенство юридической структуры рублевых облигаций будет служить фактором, обуславливающим излишнее число «неэффективных» исходов переговоров между заемщиками и кредиторами.

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кашеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
-------------------	--------------------------------	-----------------	------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.