Реструктуризация публичных долговых обязательств казахстанских банков — весьма интересный процесс, в результате которого на рынке должно появиться большое количество долговых инструментов, которые можно с полным основанием отнести к категории стрессовых. На фоне продолжающегося сужения кредитных спредов на рынках облигаций развивающихся стран реструктурированные долги открывают интересные перспективы перед теми инвесторами, которые ищут возможность получить более высокую доходность и при этом толерантны к высокому уровню кредитных рисков.

Казахстанская модель

Алексей БУЛГАКОВ,
кредитный аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

Банки во всем мире подверглись серьезному стрессу во время прошедшего кризиса, и банковские системы России, Казахстана и Украины не стали исключением. В наибольшей степени пострадали банки последних двух стран в силу нескольких факторов: (1) гораздо большей зависимости от внешнего фондирования; (2) меньшей степени государственной поддержки сектору. В отличие от российских и украинских, казахстанские банки не предлагали держателям своих облигаций форм реструктуризации, которые не предусматривают изменение размера первоначальных требований к банку. Это обусловлено тем, что проблемные банки столкнулись не только с дефицитом ликвидности, но и с недостатком капитала. Причина последнего — стремительное падение качества активов (напомним, что казахстанские банки почувствовали влияние кредитного кризиса на год раньше, чем российские), а также накопившиеся проблемы корпоративного управления.

Все четыре банка, инициировавшие переговоры с кредиторами о реструктуризации своей задолженности (БТА Банк, Альянс Банк, Темирбанк и «Астана-Финанс»), предложили последним схожие по структуре и логике формирования компенсационные пакеты. «Казахстанская модель» реструктуризации задолженности проблемных банков вырабатывалась в течение 2009 года методом проб и ошибок в рамках существенных изменений в действующем законодательстве, а также с учетом определенного негласного компромисса между кредиторами и противоположной стороной (банками, регулятором и правительством). Основным мотивом для достижения компромисса явилось, видимо, то обстоятельство, что все заинтересованные стороны, хотя и по разным причинам, очевидно, не намерены добиваться ликвидации несостоятельных банков.

Логика «казахстанской модели» реструктуризации задолженности проблемных банков определяется допущением, что экономический капитал кредитной организации имеет отрицательное значение в связи с ухудшением качества активов, а существующие контролирующие акционеры банка не могут предоставить ему средства на пополнение капитала. Таким образом, именно кредиторы должны выделить своему должнику дополнительный капитал, сократив номинальный объем требований. Оправданность такого подхода небесспорна: в частности, многие инвесторы оспаривали справедливость расчета огромных резервов на покрытие убытков по банковским ссудам. Большие резервные отчисления ведут к эрозии капитала, и многие инвесторы подозревали, что банки искусственно завышают бухгалтерские убытки в 2009 году, чтобы вынудить своих кредиторов списать как можно больше задолженности. Однако теорети-

ческое обоснование схемы реструктуризации послужило удобным компромиссом и не оспаривалось в принципе участниками этого процесса. Собственно говоря, сам процесс переговоров о реструктуризации напоминает игру в покер, где все играющие стороны не доверяют друг другу в принципе, но играют по определенным правилам.

В рамках программы реструктуризации задолженности банков фактически сформировалось несколько категорий кредиторов. Они существенно отличаются от классификации кредиторов в рамках процесса ликвидации юридического лица в соответствии с казахстанским законодательством. Сформированная «практическая» классификация кредиторов соответствует логике развития банковской отрасли Казахстана, и ее следует учитывать в будущем при оценке различных долговых инструментов, эмитированных местными кредитными организациями. В частности, во всех случаях реструктуризации правительство Казахстана добровольно приняло статус субординированного кредитора последней очереди, конвертировав 100% задолженности в акции должника. Обязательства перед корпоративными вкладчиками (юридически относящимися к категории старших необеспеченных кредиторов) реструктуризацией также не были затронуты. По-видимому, такое решение продиктовано весьма простой логикой — после реструктуризации выбор способов фондирования у банков будет ограничен, и основным источником развития индустрии станут, по-видимому, корпоративные депозиты.

Оценочная восстановительная стоимость реструктуризационных пакетов, предложенных казахстанскими банками своим кредиторам, в целом похожи, но имеют некоторые отличия как в качестве, так и в оценке.

В настоящее время уже завершена реструктуризация обязательств Альянс Банка (т. е. старые обязательства банка аннулированы, и на рынке уже торгуются инструменты, выпущенные после реструктуризации). Реструктуризация обязательств Темирбанка и БТА завершится, скорее всего, в мае-июне, а сроки завершения данного процесса у «Астаны-Финанс» пока неясны.

ЖИЗНЬ ПОСЛЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

После реструктуризации всем четырем банкам придется работать в совершенно новых условиях.

Положительный эффект для фундаментальных показателей сектора. Реструктуризация, несомненно, хорошо скажется на макроэкономических показателях казахстанской банковской отрасли. Номинальный внешний долг сектора сократится более чем на $10 млрд, или примерно на треть, то есть долговая нагрузка на банковскую систему снизится и баланс банковского сектора будет лучше соответствовать возможностям рынка банковских услуг Казахстана.

Ужесточение регулирующих норм. Регулятор и Национальный банк, судя по всему, вынесли хороший урок из кризиса, и теперь банковский сектор будет работать под более строгим контролем со стороны регулирующих органов при сохранении довольно жесткого антимонопольного режима.

Бремя «плохих долгов». Всем банкам, о которых мы говорили, придется в течение нескольких лет фактически выполнять роль коллекторских агентств, пытаясь вернуть деньги по ранее выданным кредитам. В ближайшие годы у реструктурированных банков будет мало источников для привлечения нового финансирования. Они не смогут получить сколь-нибудь значительные средства у зарубежных инвесторов и потому будут вынуждены бороться за привлечение розничных и корпоративных депозитов на фоне общего ужесточения конкуренции.

Таблица 1

Отдельные случаи реструктуризации крупных коммерческих банков в странах СНГ

	Реструктуризация на рыночных условиях*	Реструктуризация на невыгодных для кредиторов условиях	Санация**	Ликвидация
Россия	Татфондбанк, АК БАРС Банк, БТА Банк (Россия)	Нет	КИТ Финанс, Глобэкс, Связь-Банк, Собинбанк	Нет
Украина	Альфа-Банк (Украина), банк «Финансы и Кредит», ПУМБ	Нет	Родовид Банк, Надра Банк***	Укрпромбанк
Казахстан	Нет	Альянс Банк, БТА Банк, Темирбанк, Астана-Финанс	Нет	Нет

* Пролонгация, изменение ставки купона и составление графика выплат по доходностям, приближенным к рыночным, частичное погашение долга.

** Используя баланс специализированной государственной организации или крупного частного банка.

*** Вероятно, будет ликвидирован.

Источники: СМИ, «Тройка Диалог»

Таблица 2

Параметры компенсационных пакетов, предложенных в рамках реструктуризации еврооблигаций казахстанских банков

	ЧПС при ставке дисконтирования 15%	Дюрация пакета, годы	Авансовые выплаты, % от реструкт. основной суммы
Альянс Банк *	32,5%	2,3	13,1%
Альянс Банк**	39,0%	3,5	13,1%
БТА Банк***	40,5%	2,6	12,3%
Темирбанк	25,4%	0,7	20,0%
Астана-Финанс	30,2%	3,5	0,0%

* Опция Max 2 без учета стоимости «компенсационных» облигаций

** Опция Max 2 с учетом стоимости «компенсационных» облигаций

*** Расчет на основе консервативной интерпретации условий реструктуризации и без учета стоимости «компенсационных» облигаций.

Источники: банки, «Тройка Диалог»

Источники фондирования:

• *Государство.* Самый крупный источник финансирования для казахстанских банков — государство и госкомпании. По крайней мере три из четырех реструктуризируемых банков будут контролироваться государством после завершения процесса, и государство станет каким-то образом поддерживать их базу фондирования.

• *Западные стратегические инвесторы.* Возможная продажа некоторых банков зарубежным институциональным инвесторам является одним из основных опциональных пунктов стратегии вывода банковской системы страны из кризиса, озвучиваемой официальными лицами Казахстана. Это, в принципе, возможно — мировая экономика постепенно выходит из состояния кризиса, оценочные коэффициенты в банковском секторе растут, и весьма вероятно, что многие западные банки, использовавшие в 2005–2008 годах стратегию роста за счет приобретения активов на развивающихся рынках, вновь начнут присматривать подходящие объекты для приобретения. Тем не менее, с точки зрения институциональных инвесторов, приобретение активов в Казахстане в настоящий момент является неоднозначной инвестицией по двум причинам. Во-первых, практически все «хорошие» банки не продаются, а «плохие» имеют огромные проблемы с фондированием. Стратегический инвестор, покупающий казахстанский банк, будет справедливо опасаться, что правительство уменьшит объемы фондирования реструктуризированного банка после его покупки сторонним инвестором и предложит ему самому восполнить этот пробел. Во-вторых, с точки зрения западного инвестора, покупка компаний на развивающихся рынках имеет смысл только в случае ожидаемого быстрого роста активов или генерации активов высоких норм прибыли. Казахстан является страной с перенасыщенным рынком банковских услуг, поэтому его привлекательность в настоящий момент для западных институциональных инвесторов спорна. Тем не менее, очевидно, что Самрук-Казына является краткосрочным финансовым инвестором по отношению ко всем «плохим» банкам. Соответственно, структура собственности всех реструктурированных банков в ближайшие годы может сильно измениться.

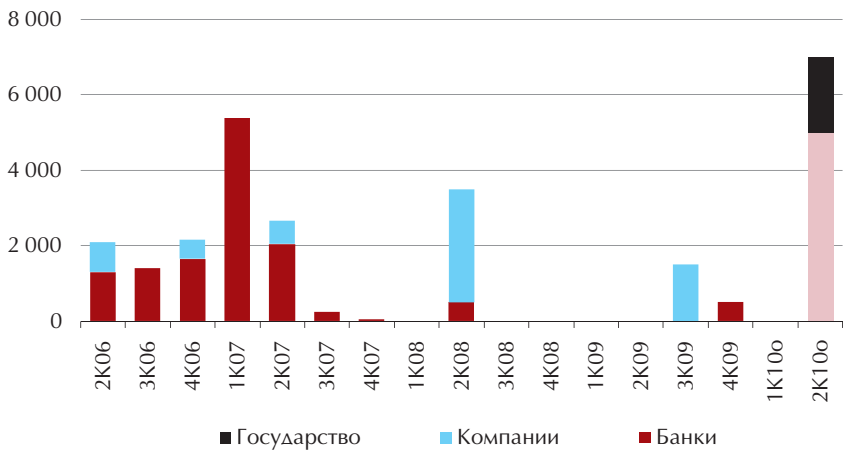
Отсутствие роста. Мы не видим больших возможностей для увеличения активов реструктурированных банков внутри страны, поскольку «хорошие» банки — Халык Банк, банк «ЦентрКредит» и АТФ Банк, — аккумулировавшие существенные запасы ликвидных ресурсов, не собираются их тратить и практически не выдают новые кредиты предприятиям реального сектора, жалуясь на очень низкую надежность потенциальных заемщиков. С другой стороны, регулятор будет препятствовать любым попыткам местных банков расширить бизнес за рубеж: это было бы повторением ошибок, вызвавших нынешний кризис.

Дальнейшее развитие. Выплаты кредиторам и перспективы дальнейшего развития всех банков будут тесно связаны с деятельностью по восстановлению активов, которую должно проводить новое руководство всех банков. В этой связи интересно, как будут проходить судебные процессы, инициированные БТА Банком и казахстанским правительством в судах Великобритании против Мухтара Аблязова, который, как предполагается, был контролирующим акционером банка. Кроме того, любопытно посмотреть, как БТА Банк будет возвращать кредиты, выданные оффшорным компаниям, которые финансировались совместно с российскими банками.

В целом мы полагаем, что ожидаемая продолжительность жизни после реструктуризации выше для более крупных банков и что перспективы БТА Банка (который может быть продан иностранному финансовому институту или превратится в казахстанскую версию ВТБ) несколько лучше, чем у других.

«В РЕЗУЛЬТАТЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ БАНКОВ НА РЫНКЕ ПОЯВИТСЯ $5–6 МЛРД ЕВРООБЛИГАЦИЙ (БЕЗ УЧЕТА КОМПЕНСАЦИОННЫХ НОТ), ЧТО ПРИБЛИЗИТЕЛЬНО СООТВЕТСТВУЕТ ОБЩЕМУ ОБЪЕМУ ТОРГУЕМЫХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ БАНКОВ ДО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ»

Рисунок 1
Новые выпуски казахстанских еврооблигаций, $ млн



Источники: Bloomberg, «Тройка Диалог»

ЕВРООБЛИГАЦИИ КАЗАХСТАНСКИХ БАНКОВ: РЫНОК ПОСЛЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

После завершения реструктуризации изменится структура рынка казахстанских банковских еврооблигаций.

Повышение ликвидности. В обращении останется меньшее количество облигаций. Все банки-кредиторы получат в

составе реструктуризационных пакетов торгуемые инструменты вместо банковских ссуд, и таким образом объем торгуемых долговых инструментов в секторе практически не изменится. В целом, в результате реструктуризации на рынке появится $5–6 млрд еврооблигаций (без учета компенсационных нот), что приблизительно соответствует общему объему торгуемых долговых обязательств банков до реструктуризации.

Дифференциация крупных эмитентов. Естественно, рынок будет проводить четкое различие между облигациями банков, которые пережили кризис и продолжили надлежащим образом обслуживать долговые обязательства, и остальными. С одной стороны, всем реструктурированным банкам предстоит очень непростое время после возобновления работы. Они потеряли значительную долю клиентов, доступ к источникам финансирования ограничен, нужно укреплять финансовые позиции в сложных условиях. С другой стороны, держатели облигаций могут получить высокий доход вскоре после начала торгов: об этом свидетельствуют продолжающееся сужение кредитных спредов на международных рынках и динамика облигаций украинских и российских эмитентов, успешно прошедших через реструктуризацию.

Хорошая торговая ликвидность. Как и в случае принудительной реструктуризации «Нафтогаза Украины», многие кредиторы, вероятно, захотят сократить долю своих вложений в сектор, как только их инвестиции будут переведены в инструменты, которые можно реализовать на рынке. Этот процесс почти наверняка будет сбалансирован спросом со стороны покупателей, ищущих высокую доходность.

По завершении реструктуризации всех банков объем предложения новых долговых бумаг в секторе будет самым значительным за многие годы.

В целом, можно предполагать, что после реструктуризации динамика многих новых выпусков казахстанских банковских облигаций будет лучше рынка. На рынке еврооблигаций эмитентов развивающихся стран осталось не так много высокодоходных «специальных» ситуаций, и мы рекомендуем инвесторам, ориентированным на кратко- и среднесрочную перспективу, присмотреться к этому сектору.

«РЕГУЛЯТОР БУДЕТ ПРЕПЯТСТВОВАТЬ ЛЮБЫМ ПОПЫТКАМ МЕСТНЫХ БАНКОВ РАСШИРИТЬ БИЗНЕС ЗА РУБЕЖ: ЭТО БЫЛО БЫ ПОВТОРЕНИЕМ ОШИБОК, ВЫЗВАВШИХ НЫНЕШНИЙ КРИЗИС»

KAZANSUMMIT 2010

28-29 June, 2010, Kazan, Russia

II International Islamic Business & Finance Summit

- Strategic Forum
- Investment Forum
- Islamic Economics and Finance Conference
- Trade Fair KAZANHALAL 2010
- Pre-summit seminar (for consulting and legal firms)
- Business meetings

Welcome to Kazan – the Gateway to Russia for the Muslim World!

www.kazansummit.com