Моритц КРАМЕР,
суверенный аналитик, служба кредитных рейтингов Standard & Poor's

Меры, направленные на разрешение долгового кризиса в ряде стран, расположенных на периферии еврозоны, обсуждаются уже в течение довольно продолжительного времени. Тем не менее, в последние недели эти дискуссии приняли новый оборот, так как ряд европейских политиков все более открыто обсуждают решение, предполагающее мягкую реструктуризацию, изменение сроков исполнения обязательств или перепрофилирование гособлигаций стран еврозоны. Поскольку толкование этих терминов носит достаточно свободный характер, а порой они даже взаимозаменяемы, участникам рынка важно понимать, является ли подобная реструктуризация дефолтом согласно критериям Standard & Poor's и влечет ли она за собой понижение Standard & Poor's суверенного рейтинга эмитента до уровня «выборочный дефолт» (SD).

Суверенный дефолт: FAQ

Суверенный кредитный рейтинг Standard & Poor's отнюдь не указывает на целесообразность реструктуризации суверенного долга. Скорее, он представляет собой мнение относительно вероятности дефолта в будущем. Перед тем как высказать кредитное мнение, мы анализируем историю дефолтов в той степени, в которой, на наш взгляд, она является источником информации о кредитоспособности страны для наших аналитиков.

Ниже мы даем ответы на некоторые из полученных нами вопросов о том, какое влияние на рейтинги оказывают обсуждаемые варианты реструктуризации.

Как Standard & Poor's определяет суверенный дефолт?

В целом мы определяем суверенный дефолт как невыполнение обязательств по выплате основного долга или процентов по нему в установленную дату или в течение определенного льготного периода, указанного в первоначальных условиях эмиссии. Данное определение, как правило, включает предложения по вынужденному обмену долговых обязательств на новые на менее выгодных условиях, чем тем, что были предусмотрены ранее, без предоставления адекватной, по нашему мнению, компенсации за ухудшение условий. Менее выгодные условия могут подразумевать, к примеру, сокращение номинала, удлинение срока обращения, снижение ставки купона, изменение валюты платежей или эффективную субординацию долга. Согласно критериям Standard & Poor's, разница между предложением по обмену суверенных долговых обязательств и первоначальными условиями выпуска, имеющего рейтинг, — пусть даже и незначительная — де-факто может рассматриваться как реструктуризация. В этом случае мы можем понизить рейтинг долговых обязательств до уровня D (дефолт), даже если в обмене участвует только часть имеющей рейтинг эмиссии. В такой ситуации мы также можем понизить суверенный кредитный рейтинг эмитента до SD (выборочный дефолт), принимая во внимание то, что страна намерена выплатить меньшую сумму, чем предполагалось в соответствии с изначальными условиями. Предложение о вынужденном обмене, как правило, не затрагивает имеющие рейтинг бумаги, по которым страна продолжает осуществлять платежи в полном объеме в установленный срок. В то же время, мы можем понизить рейтинг долговых обязательств, по которым платежи проводятся в срок, если считаем, что для данных бумаг, еще не подвергшихся реструктуризации, также увеличилась

вероятность дефолта. Тем не менее, согласно нашим критериям, если предложение об обмене настолько близко к условиям оригинальной бумаги, что ухудшения не наблюдается, мы, скорее всего, не будем считать такой обмен дефолтом.

Считается ли перепрофилирование долга дефолтом?

Термин «перепрофилирование» не имеет точного определения, однако в контексте суверенного долга мы понимаем под ним продление сроков обращения с целью снять опасения, связанные с наличием у эмитента краткосрочной ликвидности. В соответствии с нашими критериями, такое продление сроков обращения считается дефолтом, так как страна-заемщик будет платить меньше, чем оговаривалось первоначальными условиями эмиссии.

Считается ли добровольный обмен ценных бумаг дефолтом?

Многие страны часто предлагают добровольный обмен или обратный выкуп собственных облигаций на рыночных условиях. Такие обмены, как правило, проводятся в рамках традиционного управления долгом для обеспечения ликвидностью определенных сегментов вторичного рынка. В подобных оппортунистических операциях обычно задействованы относительно небольшие объемы эмиссии в обращении. При условии что заемщик выполняет обязательства по подвергшимся обмену бумагам, такой добровольный обмен, согласно нашим критериям, не является дефолтом.

> В СООТВЕТСТВИИ С НАШИМИ КРИТЕРИЯМИ, ПЕРЕПРОФИЛИРОВАНИЕ ДОЛГА, КОТОРОЕ ПРЕДПОЛАГАЕТ ПРОДЛЕНИЕ СРОКОВ ОБРАЩЕНИЯ, СЧИТАЕТСЯ ДЕФОЛТОМ, ТАК КАК СТРАНА-ЗАЕМЩИК БУДЕТ ПЛАТИТЬ МЕНЬШЕ, ЧЕМ ОГОВАРИВАЛОСЬ ПЕРВОНАЧАЛЬНЫМИ УСЛОВИЯМИ ЭМИССИИ

И наоборот, скорее всего, совсем иначе мы будем оценивать предложение об обмене облигаций, целью которого, по нашему мнению, является существенное изменение размера и/или профиля долговой нагрузки страны в случае финансовых затруднений. В ситуациях когда инвесторы считают дефолт вероятным и имело место понижение рейтингов, сделать выводы о том, что инвесторы обменивают облигации добровольно, достаточно сложно. Так, даже если предложение об обмене краткосрочных облигаций на более долгосрочные может выглядеть как добровольное, мы можем посчитать, что инвесторы были вынуждены с ним согласиться, поскольку опасались более серьезных негативных последствий в случае отказа принять данное предложение. В подобной ситуации вынужденного обмена держатели облигаций принимают худшие условия из-за риска того, что в случае отказа эмитент может не исполнить изначально взятые на себя обязательства.

Рассматривая вопрос о том, является ли предложение об обмене облигаций вынужденным, Standard & Poor's будет оценивать то, насколько высока реальная вероятность традиционного дефолта (то есть дефолта по обслуживанию долга) по обмениваемым бумагам в краткосрочной и среднесрочной перспективе вне контекста данного предложения. В основе этой оценки могут лежать существующие кредитные рейтинги эмитента, а также прогнозы по ним или рейтинги на пересмотре в списке CreditWatch. В дополнение к прочей информации мы будем рассматривать следующие положения, раскрытые в нашей публикации «Общие критерии: влияние на рейтинги предложений об обмене и прочих вариантов реструктуризации (дополненные)» от 12 мая 2009 года:

- Если эмитент имеет кредитный рейтинг B- или ниже, мы, как правило, рассматриваем обмен как вынужденный и, таким образом, де-факто являющийся реструктуризацией.
- Если эмитент имеет кредитный рейтинг BB- или выше, мы обычно не считаем обмен реструктуризацией.

> ЗАЧАСТУЮ ИНВЕСТОРЫ САМИ ЯВЛЯЮТСЯ ИНИЦИАТОРАМИ СДЕЛОК ПО ОБМЕНУ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ. ОДНАКО С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА ДАННЫЕ СООБРАЖЕНИЯ НЕ ОТМЕНЯЮТ СЛЕДУЮЩЕГО ФАКТА: ОБЯЗАТЕЛЬСТВО НЕ ИСПОЛНЯЕТСЯ В СООТВЕТСТВИИ С ИЗНАЧАЛЬНО ЗАЯВЛЕННЫМИ УСЛОВИЯМИ

- Если эмитент имеет кредитный рейтинг B+ или B, мы анализируем рыночные цены и прочие факторы, чтобы определить, является ли обмен вынужденным.

Мы полагаем, что котировки, по которым торгуется бумага, предлагаемая к обмену, и/или цена обмена могут также предоставить информацию относительно природы данной сделки. Допустим, до получения предложения от эмитента инвестор мог продать на вторичном рынке бумагу, по которой предлагается обмен и близится срок погашения, и купить более долгосрочную бумагу, похожую на ту, что предлагается в рамках обмена. В случае если незадолго до даты обмена инвестор в рамках рыночной сделки мог купить более долгосрочную бумагу, чем та, которую он получил в ходе обмена, то при прочих равных условиях мы считаем такой обмен вынужденным.

В чем разница между вынужденным и принудительным обменом долговых обязательств?

Согласно нашим критериям, предложение об обмене долговых обязательств может рассматриваться как принудительное, если, к примеру, эмитент использует тактики, которые предполагают столкновение интересов держателей облигаций двух разных серий, или намекает — напрямую или через посредников — на то, что воздержавшимся от сделки держателям облигаций будут в дальнейшем предложены варианты обмена на худших условиях. Однако с точки зрения кредитного

качества принудительный характер предложения в целом не имеет значения. И несмотря на то что подобное предложение может отражать стиль управления и политику, которой придерживается правительство, использование принудительных тактик, согласно нашим критериям, не обязательно рассматривается дефакто как реструктуризация, как и отсутствие подобных тактик не исключает того, что предложение об обмене будет иметь признаки вынужденного.

Независимо от того, применяются или нет принудительные тактики, предложение об обмене является абсолютно добровольным: инвесторы сами выбирают, участвовать в нем или нет. Тем не менее, добровольное принятие предложения по заниженной цене предполагает, что держатели облигаций видят значительный риск того, что обязательства по оригинальным бумагам могут быть не исполнены. Зачастую наличие подобного предложения от эмитента указывает на такую возможность.

Инвесторов может удовлетворить предложение об обмене по цене выше рыночной, особенно если они рассматривают данную инвестицию с точки зрения переоценки позиций на основе текущих рыночных цен. На самом деле, зачастую инвесторы сами являются инициаторами подобных сделок. Однако с точки зрения кредитного качества данные соображения не отменяют следующего факта: обязательство не исполняется в соответствии с изначально заявленными условиями.

Будет ли Standard & Poor's считать обмен дефолтом, если чистая дисконтированная стоимость новой бумаги выше, чем данный показатель по существовавшим до обмена облигациям?

Предложение об обмене может включать изменение более чем одного параметра оригинальной эмиссии. Например, оно может предполагать более длинный срок обращения наряду с повышением ставки купона по сравнению с первоначальным обязательством. Для оценки того, предлагаются ли инвесторам более выгодные условия чем до обмена, можно использовать расчет чистой дисконтированной стоимости. Однако такой анализ в значительной мере зависит от выбранной ставки дисконтирования. Соответственно, мы в наших критериях не используем понятие «чистая дисконтированная стоимость». Вместо этого в каждом конкретном случае мы оцениваем, будет ли модификация дефакто являться дефолтом в нашем понимании.

Может ли определение дефолта Standard & Poor's отличаться от определения, принятого в контрактах кредитных дефолтных свопов (CDS)?

Да, определение дефолта Standard & Poor's отличается от принятого для CDS. Мы придерживаемся определения дефолта, упомянутого выше, а также описанного в наших критериях, независимо от того, произошел или нет дефолт в рамках кредитного дефолтного свопа.

> НА ДАННЫЙ МОМЕНТ МЫ ОЦЕНИВАЕМ ВЕРОЯТНОСТЬ ДЕФОЛТА ПРОЧИХ ЧЛЕНОВ ЕВРОПЕЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО И ВАЛЮТНОГО СОЮЗА КАК ОТДАЛЕННУЮ

Ожидаете ли вы реструктуризации долга Греции? Что вы можете сказать относительно других стран, расположенных на периферии еврозоны?

С апреля 2010 года рейтинг Греции (B/Watch негативный/C; на момент написания статьи) находится в неинвестиционной категории. Согласно данным за период с 1975 по 2010 год, 8% стран с рейтингом B объявили дефолт в течение трех лет и 33% — в течение десяти лет. По эмитентам частного сектора при более большой выборке этот показатель составляет 18% и 31% соответственно. И хотя, по нашей оценке, с 2004 года, когда мы понизили рейтинг Греции до A, вероятность дефолта возросла (особенно это касается последних 12 месяцев), дефолт Греции далеко не очевиден. В случае если Греция объявит дефолт с последующей реструктуризацией долга, рейтинг вероятности возмещения долга после дефолта на уровне 4, присвоенный Standard & Poor's долговым обязательствам Греции, предполагает средний уровень возврата долга (30–50%)[1]. В случае дефолтов по имеющим рейтинг суверенным облигациям, согласно статистике, за ними следовали переговоры о реструктуризации, которые заканчивались обменом старых долговых обязательств на новые. Наши оценки вероятности возврата долга отражают текущий прогноз относительно того, какую примерно часть основного долга и процентов по нему страна выплатит после заключения соглашения о реструктуризации. В случае Греции рейтинг вероятности возмещения долга после дефолта отражает позиции значительной (и продолжающей расти) доли привилегированных кредиторов Греции — по большей части это МВФ, к которому с 2013 года добавится European Stability Mechanism. Привилегированные кредиторы имеют преимущественное право требования по сравнению с коммерческими кредиторами Греции, что предполагает для последних значительное сокращение доли вероятного возврата долга, необходимое для снижения общей долговой нагрузки страны. Сейчас все прочие страны еврозоны имеют рейтинги Standard & Poor's инвестиционного уровня. Соответственно, на данный момент мы оцениваем вероятность дефолта прочих членов Европейского экономического и валютного союза как отдаленную.

Как страна выходит из дефолта?

В соответствии с нашими критериями, если ситуация дефолта не разрешается путем прихода к соглашению между сувереном и прочими заинтересованными сторонами, Standard & Poor's обычно отзывает суверенный дефолтный рейтинг на основе снижения вероятности разрешения проблемы в будущем и недостаточной релевантности дефолтных рейтингов[2].

---

[1] Noninvestment Grade Sovereign Debt Recovery Ratings: 2011 Update, 29.03.2011.

[2] Argentina Emerges From Default, Although Some Debt Issues Are Still Rated 'D', 01.06.2005.