Михаил Галкин,
директор отдела анализа рынка облигаций «МДМ-Банка»

О проблемах слабой кредитной культуры на рынке рублевых облигаций

ВМЕСТО ПРЕДИСЛОВИЯ

Сразу хотелось бы оговориться, что целью данной статьи о кредитной культуре является обсуждение проблем и опасностей, которые угрожают нашему рынку облигаций. Это ни в коем случае не попытка выделить «высококультурных» участников рынка или указать на «некультурных».

На самом деле, обладать действительно высокой кредитной культурой на рынке рублевых облигаций так же сложно, как не выезжать на полосу встречного движения, если 1) аварий не было уже несколько лет; 2) правила движения, дорожные знаки и госавтоинспекция неспособны обеспечить безопасную езду; 3) на «встречку» выезжают конкуренты, обгоняющие тебя на пути к промежуточным финишам. В таких условиях неоправданно рискуют даже иностранные участники гонки, которым, казалось бы, традиционно присуща более аккуратная манера вождения.

И последняя оговорка: тема, без сомнения, не нова и в достаточной степени банальна. Тем не менее, нам показалось, что именно в 2006 г., когда на рынке дебютировало огромное количество эмитентов третьего эшелона, она вновь стала актуальной.

ЧТО ТАКОЕ «КРЕДИТНАЯ КУЛЬТУРА»?

Основываясь на нескольких определениях, предложенных в иностранной литературе, мы предлагаем определять кредитную культуру таким образом: «Кредитная культура — это сложившееся на долговом рынке сочетание формальных и неформальных правил, традиций, практик, подходов, философии, стиля и манер поведения, которых придерживаются кредиторы и заемщики».

И ЧТО, СОБСТВЕННО, С НЕЙ НЕ ТАК?

На наш взгляд, на сегодняшний день у сложившейся на российском рынке рублевых облигаций кредитной культуры есть две серьезные проблемы. Обе они представляют угрозу для инвесторов, а вот эмитентам, наоборот, создают очень комфортные условия существования.

Первой проблемой мы считаем юридически слабые структуры выпусков облигаций, дающие эмитентам чрезмерную свободу действий. Речь идет о следующем:

- Регулярную отчетность должен публиковать только непосредственный эмитент облигаций (все чаще это пустышка ООО «Финанс», ежеквартальные отчеты которой малоинтересны), да и эмитенту в случае нарушения требований по публикации отчетности грозит лишь небольшой штраф.
- Заемщики, представляющие собой корпоративные группы со сложной юридической структурой, нередко предоставляют лишь так называемую «управленческую отчетность», а в качестве эмитента и поручителей используют только часть важных с точки зрения акти-

вов и денежных потоков операционных компаний.

• Заемщик может без всяких ограничений и последствий перемещать активы и денежные потоки, реорганизовывать поручителей (возможно, какую-то защиту инвесторам обеспечивает Ст. 813 ГК РФ «Последствия утраты обеспечения обязательств заемщика»).

• Заемщик не несет ответственности за соблюдение данных в «информационном меморандуме» обещаний по поводу использования средств облигационного займа или целевых параметров финансовой политики.

В такой ситуации достаточно наивно было бы ожидать от эмитентов сознательности. Они как рационально действующие субъекты в случае необходимости в полной мере пользуются данной им свободой. Поэтому мы наблюдаем примеры того, как компании задерживают публикацию финансовой отчетности, используют средства облигационных займов не на заявленную покупку новых операционных активов или рефинансирование, а на сделки с собственными акциями, заметно превышают «обещанные» предельные уровни долговой нагрузки.

На рынке еврооблигаций подобные проблемы решаются с помощью ковенант — ограничений на деятельность эмитента, содержащихся в условиях эмиссии. В случае нарушения ковенант инвесторы обычно получают право досрочного предъявления бумаг к погашению или денежную компенсацию за корректировку ковенант. За соблюдением условий эмиссии следит независимый арбитр — трасти. В рамках российского законодательства встраивание ковенант или обусловленного права предъявления к оферте/погашению пока представляется затруднительным. Мы наблюдали несколько попыток, когда подобные обусловленные оферты встраивались в решения об эмиссии (Например: выпуски Диксиф-Финанс-1, КМБ-Банк-2). Пока неясно, насколько «рабочим» окажется такой механизм.

Второй важной проблемой кредитной культуры на рынке рублевых облигаций, на наш взгляд, является слишком узкий спектр доходностей в выпусках третьего эшелона, т. е. присутствие какого-то количества риска по заниженным доходностям.

Строгого доказательства этого тезиса нет, да и быть не может, т. к. оценка кредитного риска по определению субъективна. Тем не менее, есть несколько косвенных признаков, свидетельствующих о недооценке облигационными инвесторами кредитного риска.

Во-первых, достаточно часто оказывается, что ставки по обеспеченным кредитам, которые эмитент привлекает в банках, сопоставимы или даже выше доходностей его облигаций. В «нормальной» ситуации, т.е. на эффективном рынке, необеспеченный долг должен стоить заемщику дороже обеспеченного.

Во-вторых, о недооценке кредитного риска в третьем эшелоне косвенно свидетельствует статистика дефолтов рейтинговых агентств. Как следует, например, из данных агентства Standard & Poor's, вероятность дефолта эмитентов, находящихся на кредитной шкале в категориях B и CCC (а именно таких эмитентов мы обычно имеем в виду под третьим эшелоном), при горизонте наблюдения 1 год составляет от 6% до 30%. В то же время доходности абсолютного большинства рублевых облигаций третьего эшелона колеблются в диапазоне от 9.5% до 14.0% (таких выпусков на конец 2006 г. было около 200!).

Соответствие рейтингов и вероятностей дефолта

Рейтинг	Первый год	Второй год	Третий год
BBB	0.27	0.81	1.4
BB	1.2	3.71	6.86
B	5.91	13.6	20.55
CCC/C	30.41	40.02	46.13

Источник: Standard & Poor's Global Corporate Default Study, 2005

В ЧЕМ ПРИЧИНЫ СЛАБОЙ КРЕДИТНОЙ КУЛЬТУРЫ?

Мы выделяем по меньшей мере 5 причин появления и развития у рынка рублевых облигаций описанных выше недостатков:

1. Молодость рынка и отсутствие дефолтов.

В новейшей истории российского рынка облигаций еще не было облигационных дефолтов, которые задели бы широкий круг инвесторов. С одной стороны, отсутствие дефолтов создает иллюзию того, что и в будущем их вероятность низка. С другой стороны, это мешает прогрессу участников рынка в понимании «слабых мест» и определении наиболее важных критериев кредитного анализа заемщиков. Так, например, многие инвесторы игнорируют наличие у заемщиков большой доли обеспеченных долговых обязательств, забывая о том, что в случае дефолта обеспеченные кредиторы будут находиться в приоритетном положении по сравнению с держателями облигаций.

2. Агрессивность стратегий банков-организаторов.

Банки-организаторы достаточно жестко конкурируют между собой за эмитентов, в результате этой борьбы последние иногда добиваются гарантий размещения по неадекватно низким ставкам. Основными причинами столь жесткой конкуренции являются:

• устойчивый стереотип о престижности и привлекательности бизнеса по организации эмиссий;

• перспектива получения от эмитента других бизнесов (организация IPO, консультирование, ведение расчетных и депозитных счетов);

• ориентация на краткосрочные цели — позиции в рейтингах, бонусы — в связи с призрачностью долгосрочных угроз;

• возможность открытия лимитов на эмитентов облигаций без ограничения на минимальную доходность, по которой возможно приобретение облигаций.

3. Зависимость от сложившейся «системы координат».

Очевидно, что при определении «справедливой» доходности нового выпуска облигаций инвесторы и эмитенты ориентируются в первую очередь на доходность других облигаций. Поэтому «неправильно» расположенные на карте доходность/

дюрация точки провоцируют появление новых «неправильных» точек и т. д. Передвижение класса выпусков вверх по доходности приведет к отрицательной переоценке, поэтому очевидно, что инвесторы пойдут на это крайне неохотно.

4. Пробелы в регулировании.

Речь идет о том, что законодательство не особо способствует формированию юридических структур займа, которые позволили бы эффективно защищать интересы инвесторов. В этом смысле абсолютное большинство вопросов могло бы снять появление ковенант — налагаемых на эмитента ограничений, нарушение которых означало бы технический дефолт. Будучи гибким и способным к саморегулированию, рынок, на наш взгляд, достаточно быстро взял бы этот инструмент на вооружение. До появления ковенант регулятор мог бы скорректировать требования по отношению к поручителям по облигационным займам в части раскрытия информации и возможностей по реорганизации.

Одновременно имело бы смысл устранить «лишние» и достаточно нелепые старые ограничения, придуманные, вероятно, для защиты инвесторов от слабых заемщиков. Речь идет о требованиях поручительства по займу в том случае, если эмитент моложе трех лет или если объем облигационных эмиссий превышает уставный капитал. Судя по последним высказываниям представителей ФСФР, у регулятора есть понимание необходимости подобных изменений.

5. Высокий спрос, в том числе на высокодоходные выпуски.

Сравнительно низкая стоимость рублевой ликвидности, укрепление рубля и наличие небольшой премии по сравнению с доходностью еврооблигаций по-прежнему обеспечивают высокий интерес к рублевым облигациям. Российские банки с высокой стоимостью фондирования, ПИФы, управляющие пенсионными резервами и некоторые другие группы инвесторов в погоне за доходностью предъявляют спрос на облигации третьего эшелона.

ЧЕМ ГРОЗИТ СЛАБАЯ КРЕДИТНАЯ КУЛЬТУРА?

В долгосрочной перспективе ключевой угрозой, которую несет в себе слабая кредитная культура, является финансовый ущерб для инвесторов, ведь они получают недостаточную компенсацию за риски.

Банки-организаторы, которые формально не несут никакой ответственности за заемщика, могут пострадать репутационно. Это весьма вероятно в случае, если, например, после дефолта выяснится, что в информационно-аналитических материалах к займу предоставлялась заведомо некорректная информация.

Наконец, серия дефолтов грозит чрезмерным «закручиванием гаек» со стороны регулятора и отторжением инвесторами такого важного и интересного класса активов, как высокорискованные облигации.

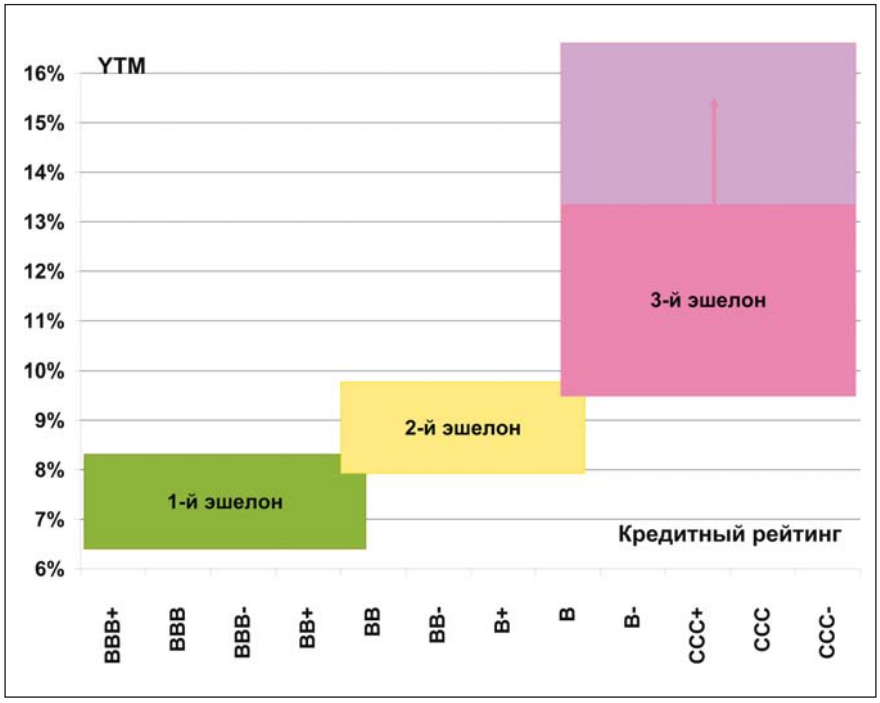
ЧТО МОЖЕТ СПОСОБСТВОВАТЬ УЛУЧШЕНИЮ КРЕДИТНОЙ КУЛЬТУРЫ?

Болезненным, но самым верным средством скорейшего улучшения кредитной культуры, безусловно, являются дефолты. Учитывая гигантское число эмитентов и тенденцию к росту стоимости ликвидности, можно сказать, что вероятность их появления в 2007 году возрастает. Помимо этого, помогли бы регулятивные изменения, обсуждавшиеся выше, а также популяризация кредитных рейтингов.

Росту кредитной культуры будет способствовать также тенденция увеличения доли нерезидентов на рынке рублевых облигаций, которая, вероятно, продолжится в 2007 г. Как правило, иностранные инвесторы уделяют больше внимания и имеют больше опыта в оценке кредитных рисков. Правда, следует оговориться, что из-за достаточно благоприятной ситуации на emerging markets в последние несколько лет и у иностранных инвесторов ослабло внимание к рискам. Кроме того, на российском рынке нерезиденты пока ограничиваются инвестициями в облигации первого-второго эшелонов, в которых заметно меньше переоцененного риска.

Можно предположить, что оздоровлению ситуации могло бы помочь ужесточение банками и другими инвесторами риск-менеджмента в индивидуальном порядке. Другой более действенной мерой была бы коалиционная игра банков-организаторов, т. е. их отказ от конкуренции через гарантии низких ставок размещения.

Но сценарий такой игры выглядит несколько утопично.

Эшелоны и доходности на рынке рублевых облигаций

Источник: «МДМ-Банк»