Денис Кашуба,
ведущий специалист
отдела организации долгового финансирования,
ОАО «БАНК РОССИЙСКИЙ КРЕДИТ»

КРИЗИС заставляет идти на самоограничения

В УСЛОВИЯХ ИЗБЫТОЧНОЙ ЛИКВИДНОСТИ У ЭМИТЕНТОВ НЕ БЫЛО ОСОБОЙ НЕОБХОДИМОСТИ УСТАНАВЛИВАТЬ КАКИЕ-ЛИБО ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ САМООГРАНИЧЕНИЯ (КОВЕНАНТЫ), А ХОРОШИЙ АППЕТИТ ИНВЕСТОРОВ К РИСКУ И НИЗКАЯ ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ ЭМИТЕНТОВ НЕ СПОСОБСТВОВАЛИ СОЗДАНИЮ ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ ВНУТРЕННЕЙ СТОИМОСТИ КОВЕНАНТОВ.
КРИЗИС ЛИКВИДНОСТИ КАРДИНАЛЬНО ИЗМЕНИЛ СИТУАЦИЮ НА РУБЛЕВОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ — РАНЕЕ БЕЗОТКАЗНО ДЕЙСТВОВАВШИЕ МЕХАНИЗМЫ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ И ОФЕРТЫ НЫНЕ УЖЕ НЕ ГАРАНТИРУЮТ УСПЕХА ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ.

За период развития рынка рублевых облигаций сформировалась относительно стандартная структура выпусков. Так в большинстве случаев это трехлетняя бумага с полугодовым купоном и годовой, реже полуторалетней, офертой. Формирование такого «стандарта» проходило в условиях продолжительного бума на рынке рублевых бондов, когда предложение денежной ликвидности явно превышало спрос со стороны эмитентов. По этой причине у заемщиков и организаторов не было серьезных причин искать новые механизмы повышения привлекательности займа, поскольку при более-менее удовлетворительных характеристиках заемщика формирование синдиката проходило без каких-либо серьезных затруднений, а большинство размещений проходило по ставкам ниже прогнозных. Структура с «плавающей офертой» (или, как ее еще называют, «конструктором ставок») в условиях растущего рынка позволяла эмитентам использовать преимущества псевдодлинных денег и отражала объективные реалии рынка того периода.

Однако с приходом кризиса ситуация изменилась. И хотя по сравнению с концом года сейчас положение несколько улучшилось, о стабилизации первичного рынка пока говорить не приходится. Особенно остро эта проблема стоит в сегменте третьего и второго эшелонов, поскольку данные эмитенты наиболее чувствительны к проблеме рефинансирования своих обязательств. Банки (а именно они составляют существенную долю инвесторов на рынке рублевых облигаций) крайне неохотно открывают лимиты на заемщиков третьего и второго эшелонов, даже напротив, предпочитают сокращать портфели наиболее рисковых бумаг. Так, начиная с сентября 2007 года можно на пальцах пересчитать успешные публичные размещения облигаций (имеются в виду размещения, которые имели действительно хорошую дистрибуцию), а реальные объемы выкупа бондов по офертам в большинстве случаев приближались к 100%.

На данный момент можно констатировать, что аргумент «по цене» (или, если быть точным, по ставке) уже является слишком чувствительным для эмитента в переговорах с инвесторами, а в случае рисковых облигаций третьего эшелона и не всегда действенным. Да и механизма оферты уже не хватает для того, чтобы покупатели чувствовали себя комфортно с облигациями второго и особенно третьего эшелона. В условиях глобальной переоценки рисков на первый план начинает выходить риск возврата инвестиций, а не риск

недополучения дохода. Попытка использовать «усиление механизма оферты» путем сокращения срока до оферты в большей степени скорее отпугивает покупателей или владельцев облигаций, чем позволяет убедить их в надежности эмитента.

Таким образом, существующие механизмы повышения привлекательности облигаций (а их, по сути, два: ставка и срок до оферты) являются явно недостаточными в текущих рыночных условиях. Отказ эмитентов от публичного долга в пользу частного кредитования не является выходом в такой ситуации. Так, с июля 2007 года по декабрь 2007 года рост средневзвешенной доходности корпоративных облигаций (простой) по индексу RUX-Cbonds составил около 1 п.п. За тот же период времени средневзвешенная ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года, согласно данным ЦБ РФ, выросла на 1.6 п.п. Очевидно, что все более актуальным становится поиск механизмов снижения рисков инвестирования, которые позволят вернуть ставших «осторожными» инвесторов. Включение ковенантов в структуру выпуска рублевых облигаций как раз может стать одним из таких механизмов. И хотя практика использования ковенантов в рублевых выпусках не нова, однако она не получила широкого распространения, как представляется, по меньшей мере по трем основным причинам:

- невостребованность рынком данного механизма регулирования риска;
- неэффективность, по мнению большинства участников рынка, используемых ковенантов;
- недоверие участников рынка к правовой состоятельности ковенантов в условиях эмиссии облигаций.

Первая причина представляется основополагающей, так как рынок должен, как говорится, «прийти» к необходимости использования дополнительных механизмов регулирования риска. Относительно рыночных причин неиспользования ковенантов несколько слов было сказано выше, и представляется, что на данный момент ситуация на рынке бондов благоприятствует поиску новых структур облигаций.

Если обратиться к уже имеющейся практике российского рынка, то среди выпусков, в условия которых включались или включены ковенанты, можно назвать «Радионет-2», «МИЭЛЬ-ФИНАНС-1», «Объединенные кондитеры — Финанс», «КМБ Банк-2», «ДЗ-Финанс-1», «Дикси-Финанс-1», «Севкабель-Финанс-2», «Мегафон-3», «Мегафон-2», «Нортгаз-Финанс-1», «Мегафон — Финанс», «ВБД ПП-1», «ВБД ПП-3», «ВБД ПП-4», «ВБД ПП-5», «Амурметалл-1», «Амурметалл-2», «МТС-01», «Интурист-01», «О'Кей финанс-01», «ДиПОС-01», «Газэнергосеть-01», «Лебедянский-02», «Отечественные лекарства — Финанс-03», «Протек — Финанс-01», «Северсталь — авто-02», «ТГК-10-01», «ИКС 5 ФИНАНС-01», «Вымпелком-Инвест-01», «Газпром-А7», «КБ Ренессанс Капитал-01», «ТрансКонтейнер-01», «ИТЕРА ФИНАНС», «ЭРКОНПРОДУКТ-2» и другие. Среди указанных выпусков есть как погашенные выпуски, так и выпуски, находящиеся в обращении, и выпуски, размещение которых еще только планируется.

Как видно, ковенанты применялись эмитентами первого, второго и третьего эшелонов. В подавляющем большинстве случаев использовались ковенанты, связанные с дефолтом по облигациям выпуска и кросс-дефолтом эмитента. Финансовые ковенанты (требования к финансовым показателям) использовались приблизительно в пятой части выпусков и предъявляли требования к уровню долга (долг/собственные средства, долг/выручка, долг/EBITDA) или поддержанию уровня активов эмитента или поручителей на определенном уровне.

В некоторых случаях использовались пассивные ковенанты, формирующие запрет изменения структуры собственности; недопущение процедур ликвидации, реорганизации и банкротства; запрет сделок, направленных на отчуждение более 25% стоимости активов; запрет на уменьшение уставного капитала; запрет изменения качественного состава совета директоров.

Активные ковенанты (обязательство эмитента и/или поручителей совершить определенные действия или поддерживать наличие определенного факта) пользовались у российских участников рынка куда меньшей популярностью. В частности, в выпуске облигаций «Радионет-2» эмитент обязуется включить облигации в котировальный список А фондовой биржи, а в выпусках «Мегафон-2» и «Нортгаз-Финанс-1» присутствовало обязательство эмитента сохранить ключевую лицензию.

Финансовые ковенанты, в частности, требования к уровню долга, которые являются достаточно важными с точки зрения ограничения рисков, реализовывались в выпусках российских облигаций нечасто. С одной стороны, это можно связать с высокой закредитованностью российских компаний, с другой — с нежеланием эмитентов ограничивать себя в процессе осуществления финансово-хозяйственной деятельности.

Также можно отметить, что в условиях низкой прозрачности структуры собственности, традиционной для российских компаний, использование ковенанта, направленного на сохранение ключевого собственника, не всегда представляется возможным. Однако наметившаяся тенденция повышения уровня транспарентности российских заемщиков позволит использовать данный критерий более широко. Особенно данный ковенант может быть актуален для компаний, входящих в структуру крупного холдинга или вертикально интегрированную производственную структуру, когда рынок сбыта узко сегментирован, и потеря собственника является, по сути, потерей определенной части рынка сбыта.

Анализируя реализованные ковенанты, можно отметить, что на этапе конструирования ковенантов необходимо соблюдать принцип «уместности», то есть используемые критерии или условия должны отражать риски, для контролирования которых они установлены. В случае требования к финансовым показателям критерий должен выявлять риски на относительно ранних стадиях их зарождения (то есть до того, как кризис наступил), а не констатировать преддефолтное состояние эмитента. Использованные же финансовые ковенанты не всегда действительно являлись серьезным ограничением и не предоставляли инвесторам необходимой защиты. Некоторые из них вообще носили достаточно формальный характер, например, возникновение права владельцев облигаций на досрочное предъявление бумаг к выкупу привязывалось к факту снижения стоимости активов в 10 раз или факту превышения уровня долга, рассчитываемого по результатам полугодовой отчетности при условии годовой оферты. С другой стороны, очевидно, что ковенант не должен существенно затруднять финансово-хозяйственную деятельность эмитента или поручителей по его займу. А значит, при конструировании ковенантов необходимо искать паритет интересов эмитента и инвесторов.

Другим важным вопросом эффективности использования ковенантов является их контролируемость. Во всех рассмотренных случаях в российской практике контроль ковенантов осуществлялся эмитентом самостоятельно. В случае наступления соответствующего события или факта эмитент обязан раскрыть информацию об этом (в некоторых случаях организатор принимал на себя обязанность исключительно по раскрытию информации). Использование данного механизма на первый взгляд кажется логичным, поскольку в России отсутствует институт, аналогичный trustee на западных рынках. Однако такой самоконтроль порождает конфликт интересов у эмитента и является еще одним аргументом в пользу скептического отношения к ковенантам. Очевидно, что принятие на себя эмитентом обязанности раскрывать информацию о неисполнении ковенанта является необходимым, но не достаточным. Функции контроля и раскрытия информации об исполнении эмитентом ковенанта может взять на себя и независимое третье лицо, например, авторитетное рейтинговое агентство или аудиторская компания, действующие на основании договора с эмитентом.

Механизмы такой совместной работы могут быть различны и, в целом, следовать сложившейся практике аудиторских проверок финансовой (бухгалтерской) отчетности. Например, эмитент раскрывает информацию об исполнении ковенантов, а соответствующее третье лицо публично объявляет о должной степени достоверности раскрытой эмитентом информации. В другом варианте эмитент может полностью возложить обязанность по раскрытию информации о выполнении ковенантов на данное третье лицо, прописав соответствующий регламент взаимодействия. Данная возможность предусмотрена действующим законодательством, однако практику такой совместной работы российским участникам еще, возможно, только предстоит наработать.

Указанное третье лицо будет нести публичные имиджевые риски, а следовательно, данный контроль будет более эффективным с точки зрения инвесторов, чем самоконтроль эмитентов. Например, в случае наличия независимого третьего лица могут быть минимизированы риски возникновения таких ситуаций, когда требования к финансовым показателям формируются для «прохождения через отчетную дату». Наличие третьего лица, которое контролирует исполнение ковенантов, естественно, не отменяет необходимости эмитенту и поручителям раскрывать информацию, достаточную для того, чтобы инвестор мог самостоятельно оценить степень исполнения эмитентом ковенантов.

Таким образом, правильно сконструированные ковенанты должны повысить уровень транспарентности заемщика и снизить риски инвестирования в его облигации. Совокупность этих факторов может позволить существенно расширить базу инвесторов в облигации эмитента.

Привлекательность для эмитентов использования ковенантов включает в себя как имиджевую, так и ценовую составляющие.

Для компаний, которые планируют получать рейтинг выпуска, использование ковенантов может сыграть существенную положительную роль. Рейтинговые агентства оценивают значимость включения ковенантов в структуру выпуска как высокую, а в ряде случаев считают это необходимым.

Рейтинговое агентство Fitch Ratings придерживается той точки зрения, что ковенанты могут ограничить воздействие на инвесторов ряда случайных рисков[1].

По мнению рейтингового агентства Moody's Investors Service, ключевые ковенанты достаточно важны для защиты инвесторов[2]. В разработанной агентством специальной методике оценки ковенантов при присвоении рейтинга[3] выделяется восемь наиболее важных, по мнению агентства, ковенантов, направленных на защиту инвесторов от случайного риска (риска наступления определенных событий) и риска снижения капитализации эмитента. Среди «ключевых» присутствуют такие ковенанты, использованные в выпусках рублевых облигаций, как ограничение уровня долга и ковенант, формирующий запрет изменения структуры собственности. Также важным ковенантом Moody's считает «защиту от кросс-дефолта», который, как уже отмечалось выше, является одним из самых популярных в российской практике.

Получение рейтинга выпуском облигаций является, безусловно, положительным фактором, и ковенанты как механизм существенного снижения рисков инвестирования в ценные бумаги могут позволить получить более высокую оценку надежности эмитента. С либерализацией требований ЦБ РФ к уровню рейтинга облигаций, включаемых в Ломбардный список, получение рейтинга становится еще более актуальным для широкого круга эмитентов. Наличие бумаги в Ломбардном списке или потенциальной возможности включения в этот список добавляет инвесторам аргументов «за» при размещении выпуска.

В ценовом отношении ковенант представляет собой пут-опцион под условием, который инвесторы покупают, а эмитент продает при размещении выпуска, получая соответственное снижение ставки заимствования (при одинаковом сроке к погашению/оферте).

Стоимость облигации с ковенантом	=	стоимость обычной облигации (без ковенанта)	+	стоимость ковенанта (премия пут-опциона)

Одной из возможностей повышения ценности ковенанта (в данном контексте — премии пут-опциона) как для эмитента, так и для инвесторов является установление цены выкупа облигаций эмитентом в размере, превышающем номинал облигации (установления премии к номинальной стоимости при досрочном погашении) — опцион «в деньгах» на дату размещения. Таким образом, включение ковенанта в структуру выпуска является, по сути, механизмом создания добавочной внутренней стоимости облигаций.

Основой формирования понимания юридической состоятельности включения ковенантов в условия эмиссии облигаций[4] служит предоставленный в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации и Федеральным законом о рынке ценных бумаг открытый перечень иму-

---

[1] *Inside The Ratings: What Credit Ratings Mean, August 2007, Fitch Ratings.*

[2] *Moody's Indenture Covenant Research & Assessment Framework, Special Comment, September 2006, Moody's Investors Service.*

[3] *Moody's Approach to Evaluating Indenture Covenants and Assigning Covenant Quality Assessments, Covenant Methodology, November 2006, Moody's Investors Service.*

[4] *В данной статье рассматривается вопрос реализации ковенантов в рублевых облигациях по российскому законодательству.*

щественных прав, которые может предоставлять облигация ее владельцу — «иные имущественные права». В силу ГК РФ договор займа может содержать дополнительные условия, не оговоренные в Гражданском кодексе и/или законе и не противоречащие им, относительно которых стороны имеют намерение договориться и которые будут являться существенными для данного договора. Таким образом, для обеспечения юридической силы дополнительных условий договора займа представляется, что данные условия (ковенанты) должны быть названы как существенные в решении о выпуске облигаций. В случае, когда ковенанты предъявляют требования к поручителю по выпуску, такие дополнительные условия должны быть названы как существенные в договоре предоставления обеспечения.

Надо отметить, что с точки зрения ст. 157 ГК РФ ковенанты являются отлагательным условием договора займа. Данная статья также предоставляет правовую основу защиты нарушенных прав владельцев облигаций в случае недобросовестного поведения эмитента: «Если наступлению условия недобросовестно воспрепятствовала сторона, которой наступление условия невыгодно, то условие признается наступившим».

Нормативно-правовой базой ФСФР России, в частности, Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, предусмотрены два механизма, которые могут быть использованы для формирования ковенанта в эмиссионных документах:

- досрочное погашение по требованию владельцев облигаций (п. 6.2.26 Стандартов);
- приобретение по требованию владельцев облигаций (п. 6.2.32 Стандартов).

В российской практике использовались оба варианта реализации ковенантов в условиях выпуска облигаций. Однако если на первоначальном этапе указанные механизмы реализовывались в приблизительно равной степени, то в последнее время участники рынка все большее предпочтение отдают варианту досрочного погашения по требованию владельцев облигаций.

С точки зрения эмитента, более выгодно использовать механизм приобретения по требованию владельцев облигаций, поскольку в случае исполнения пут-опциона (выкупа облигаций) эмитент будет иметь возможность в последующем выпустить облигации во вторичное обращение. В случае же досрочного погашения эмитентом облигаций они не могут быть вновь выпущены в обращение, что является более серьезным дисциплинирующим фактором.

Сравнивая положения Стандартов относительно вопросов досрочного погашения и приобретения облигаций по требованию их владельцев можно отметить, что данный нормативно-правовой акт в качестве дефолта классифицирует только неисполнение эмитентом обязательств по погашению облигаций и выплате купона. Таким образом, в случае непогашения облигаций эмитентом, в том числе и в случае неисполнения обязательств эмитента по досрочному погашению, владелец облигации может обращаться с требованием о реализации своих прав к эмитенту и/или поручителю в соответствии с решением о выпуске облигаций. Однако очевидно, что владелец облигации не лишается такого права и в случае использования механизма приобретения по требованию владельцев облигаций. Как отмечалось выше, наличие в решении о выпуске ценных бумаг указания на то, что ковенанты являются существенным условием договора займа, снимают неопределенность в правовой состоятельности таких дополнительных условий.

К сожалению (для правоприменительной практики, но не для участников рынка), опыта судебного рассмотрения спорных ситуаций, связанных с требованиями владельцев облигаций возврата средств в связи с невыполнением эмитентом ковенантов, найти не удалось.

Стоит отметить, что на законодательном уровне присутствует ряд условий, при выполнении которых у владельцев облигаций появляются дополнительные права:

- право кредиторов требовать досрочного исполнения обязательств в случае реорганизации эмитента в соответствии с Федеральным законом об акционерных обществах и Федеральным законом об обществах с ограниченной ответственностью;
- право владельцев биржевых облигаций предъявить их к досрочному погашению в случае, если акции всех категорий и типов эмитента биржевых облигаций исключены из списка ценных бумаг, допущенных к торгам, на всех фондовых биржах, осуществивших допуск таких биржевых облигаций к торгам, в соответствии с Федеральным законом о рынке ценных бумаг;
- право владельца облигаций предъявить их к досрочному погашению в случае делистинга этих облигаций на всех фондовых биржах, включивших эти облигации в котировальные списки при размещении облигаций через котировальный список В, в соответствии с Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг;
- право владельцев облигаций требовать досрочного приобретения или досрочного погашения облигаций в течение не менее пяти последних дней перед выплатой купона, процентная ставка по которому определяется эмитентом после государственной регистрации отчета или подачей уведомления об итогах выпуска ценных бумаг, в соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг.

Однако ковенантами такие условия в полной мере назвать нельзя, поскольку данные дополнительные права возникают у владельцев облигаций в силу закона и являются неотъемлемой частью договора займа в соответствующих случаях.

В заключение хотелось бы отметить, что целью включения ковенантов является снижение рисков инвестирования в облигации, и их использование может позволить привлечь дополнительных инвесторов и расширить лимиты на облигации эмитента. Само наличие ковенантов, безусловно, положительно сказывается на имидже эмитента, повышает транспарентность и дисциплину ведения бизнеса эмитента и может оказать существенную помощь в получении рейтинга. Учитывая недавнее снижение требований ЦБ РФ к рейтингу эмитентов, включаемых в Ломбардный список, актуальность получения рейтинга может возрасти как для эмитентов высокого кредитного качества, так и для стремящихся к этому статусу компаний. Необходимо сказать и о том, что ковенант никоим образом не заменяет оферту, так как оферта определяет фактическую срочность финансового инструмента, в то время как ковенант является механизмом снижения риска инвестирования в ценную бумагу. Таким образом, нельзя однозначно связывать наличие ковенантов с увеличением срока до оферты/погашения. Однако дополнительная защита инвесторов при условии эффективного конструирования ковенантов влияет на инвестиционное качество облигации, а следовательно, представляет эмитенту возможности по увеличению дюрации долга и/или снижению ставки заимствования.