VI ежегодный российский облигационный конгресс – 2008

И мотор ревет...

Иван Макаров

ВОПРЕКИ ВСЕМ ШТОРМАМ НА ГЛОБАЛЬНОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ В НАЧАЛЕ АНОМАЛЬНО ТЕПЛОГО ДЕКАБРЯ В СЕВЕРНОЙ СТОЛИЦЕ ВНОВЬ СОБРАЛСЯ КОНГРЕСС УЧАСТНИКОВ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА.

И ХОТЯ ИХ КОЛИЧЕСТВО ПО СРАВНЕНИЮ С ПРОШЛЫМ ГОДОМ ОКАЗАЛОСЬ НЕСРАВНЕННО МЕНЬШЕ, КАЧЕСТВО ДОКЛАДОВ И ОСТРОТА ДИСКУССИЙ ВЫРОСЛИ ПРИ ЭТОМ НА ПОРЯДОК.

Как того и требовал текущий момент, из Таврического дворца, известного как своим бурным революционным прошлым (а революционных изменений на рынке и без того всем хватает), так и трибуной, с которой выступал Лев Троцкий, весьма почитаемый западными финансистами (многим из которых сейчас просто не до артефактов, связанных с кумиром их молодости), место проведения конгресса переместилось в гостиницу «Пулковская». Гостиница эта, кстати, расположена всего в ста метрах от монумента героическим защитникам Ленинграда. Нынешних героических защитников — на этот раз отечественного рынка долговых ценных бумаг — набралось 250 человек. И несмотря на прямо-таки блокадные времена, все они оказались полны решимости «сражаться» до конца, не обращая внимание на то, насколько сильные людские потери понес конгресс.

Председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга Эдуард Батанов в традиционном приветственном слове констатировал, что в этот раз на конгресс приехали представители лишь самых кризисоустойчивых компаний и что всю экономику в будущем году ожидает новая проверка на прочность и новые тесты на кризисоустойчивость, после чего предложил обсудить вопрос о необходимости растянуть шкалу рейтингов, которая, по его мнению, перестала учитывать нюансы кредитного качества эмитентов.

Уже в следующем выступлении был оглашен целый ряд инициатив, которые должны помочь рынку преодолеть глобальный кризис. «Как было принято говорить в советские времена, на рынке облигаций возникло головокружение от успехов. Это не давало участникам критически относиться к собственной платежеспособности и к риску платежеспособности эмитентов. Заемщики тоже были ошеломлены теми возможностями, что предоставлял публичный рынок заимствований, — заявила Елена Курицына, заместитель председателя ФСФР. — В результате кризиса ситуация кардинально изменилась, политика риск-менеджмента изменилась у всех игроков, но вместе с тем появился целый ряд проблем. В настоящее время в рамках плана Владимира Путина мы разрабатываем несколько законопроектов, которые должны помочь участникам рынка в нынешней непростой для них ситуации».

В частности, по словам госпожи Курицыной, планируется законодательно закрепить возможность замены долгового обязательства эмитента долей в его уставном капитале. «Конечно, здесь нам предстоят баталии с теми, кто отстаивает неприкосновенность Гражданского кодекса, но, на наш взгляд, передача кредитору доли в бизнесе заемщика лучше, чем схемы по рефинансированию через векселя аффилированных структур», — отметила высокопоставленный чиновник.

Другой законопроект предусматривает консолидацию взаимоотношений облигационеров с заемщиком. Изначально его нормы входили в пакет законопроектов о секьюритизации, рассмотрение которых забуксовало, а потому они и были выделены в отдельный документ. Он должен наконец определить механизм выработки единого мнения облигационеров относительно их действий в отношении заемщика, по тем или иным причинам не исполнившего свои обязательства. «Общее собрание облигационеров большинством голосов будет решать, подавать ли иск в суд или пойти на реструктуризацию займа, — пояснила госпожа Курицына. — Это решение будет обязательным для всех держателей облигаций, а заодно выправит нынешнюю ситуацию, при которой иски инвесторов к эмитенту в суде рассматриваются отдельно и тот, кто первым подал иск, может даже полностью вернуть свои вложения, тогда как остальные останутся ни с чем».

Еще одной значимой законодательной инициативой, инициатором которой, правда, стал Минфин РФ, является увеличение срока обращения биржевых облигаций при одновременном резком расширении круга эмитентов, которые могут осуществлять заимствования с помощью данного инструмента. Проект предполагает разрешение на выпуск биржевых облигаций для любых хозяйствующих субъектов, акции и облигации которых обращаются (или обращались) на рынке. В их число попадают даже так называемые SPV, по российскому законодательству являющиеся обычными обществами с ограниченной ответственностью.

Целую череду печальных уроков кризиса изложил в своем выступлении Михаил Галкин из МДМ-Банка. Первый из них, с его точки зрения, заключается в том, что нужно быть менее самоуверенными и почаще вспоминать таких великих мыслителей прошлого, как Сократ. Кажущиеся маловероятными события на самом деле могут все же произойти, причем их влияние на рынок будет колоссально. Особенно это относится к модели прогнозирования экономических событий на основании исторических данных развития экономики.

Второй урок, который получил мир, заключается в том, что финансовые рынки самых разных стран оказались колоссально коррелированны между собой и никаких тихих финансовых гаваней просто нет.

Третий урок заключается в том, что связь между краткосрочными и долгосрочными ставками может теряться. Несмотря на беспрецедентные меры центробанков, кредитные учреждения по-прежнему не могут проводить собственно кредитную политику, поскольку их капиталы съедены убытками на финансовых рынках. И все они прошли только первый цикл, зафиксировав лишь убытки, связанные с работой на рынке ценных бумаг, предупредил Михаил Галкин. Впереди волна потерь по кредитным портфелям, а это, к сожалению, означает еще более глубокий кризис мировой финансовой и экономической системы.

Четвертым уроком для российских финансистов стало то, что Банк России начал осуществлять политику привязки ставки рефинансирования к уровню инфляции и переход к положительным реальным ставкам заимствований.

И наконец, пятый урок — это то, что отношение эмитентов к инвесторам может резко меняться. Если еще в начале этого года многие заемщики шли на чрезвычайные меры, чтобы расплатиться по облигациям, то теперь почти все они потеряли былую щепетильность. И нельзя исключать, что на фоне массовых дефолтов некоторые из них откажутся от своих обязательств, даже имея возможность их погасить. «Именно поэтому я считаю, что самые лучшие бумаги на сегодня — это облигации крупных банков», — резюмировал Михаил Галкин.

Алексей Демкин, теперь уже из национального, а не инвестиционного банка «ТРАСТ» (последний перестал существовать как обособленная структура буквально за две недели до начала конгресса), в своем выступлении также констатировал: на рынке фактически произошло вымирание бумаг третьего эшелона. «Ситуация по доходности зеркальна ситуации 2003 года. При этом горизонт планирования стал очень коротким», — отметил он и добавил, что, согласно его прогнозам, в будущем году рынок облигаций сократится примерно на 50%. Собственно, вот и все перспективы.

И хотя в выступлениях других финансистов, скажем, управляющего директора департамента операций на рынках капитала Банка Москвы Дениса Гаевского или руководителя инвестиционного департамента Промсвязьбанка Дениса Тулинова, иногда и сквозила надежда на какие-то позитивные сдвиги, общий пессимистический настрой, заданный Михаилом Галкиным и Алексеем Демкиным, в первый день конгресса преобладал. Во многом именно поэтому секция «Дефолты эмитентов и реструктуризация заимствований», начавшаяся сразу после обеда, что должно было по идее значительно притушить страсти, стала ареной, пожалуй, самых жарких споров и словесных перепалок за всю историю Облигационных конгрессов. Первым под ударом оказался заместитель директора департамента фондового рынка фондовой биржи ММВБ Дмитрий Ивакин. Сперва ему фактически пришлось отвечать на риторические вопросы о необходимости приостановки торгов, которые были адресованы представителям государственных органов, а затем объяснять, что даже исправлением биржевых технологий проблему с неисполнением эмитентом своих обязательств не решить. Хотя, безусловно, нынешний кризис выявил некоторые недочеты в существующей практике работы на бирже, и они, безусловно, будут исправлены.

Далее участники круглого стола обрушились на эмитентов, которые чего только не придумывают, только бы не платить по долгам. Само собой, больше всего досталось таганрогской компании «ИНПРОМ», миноритарный акционер которой обратился в суд, потребовав запретить компании проведение оферты, и добился этого в качестве обеспечительной меры по иску до того времени, пока дело не будет рассмотрено по существу. Один из участников конгресса даже призвал инвестиционное сообщество сплотиться и сделать все, чтобы не допустить прецедентного решения фактически в пользу компании. «Последствия этого могут быть сравнимы с последствиями хорошо известного решения суда о том, что деривативы являются сделками пари, что фактически убило рынок производных инструментов в стране», — предупредил он.

Тут уже не выдержал финансовый директор одной из компаний-эмитентов. «Ущербность нашей дискуссии заключается в том, что здесь собрались в основном инвестиционные компании и банки, которые кроют эмитентов как умеют, называют подлецами и обвиняют в том, что те ведут себя аморально, — заявил он. — А между тем, надо было бы поменять название нашей дискуссии. Она должна называться не «Дефолты и реструктуризация», а «Реструктуризация и дефолты». И обсуждать здесь мы должны не то, как защищаться в суде от эмитентов, объявивших дефолт, а как реструктуризировать их обязательства, чтобы не доводить дело до дефолта. И кстати, многие компании до плачевной ситуации довела именно невозможность реструктуризации из-за переставшей нормально функционировать банковской системы, представителями которой и являются практически все сидящие в этом зале». Своим смелым заявлением представитель реального сектора экономики сорвал бурные аплодисменты, однако его аргументы тут же подверг критике Павел Исаев из Газпромбанка.

«Эти пресловутые эмитенты потеряли уже всякую совесть! Вы посмотрите, как они выстраивают свои бизнес-стратегии, как они выстраивают свой бизнес?! Нельзя давать им второй шанс, обменивать одни их бумажки на другие, предоставляя время для того, чтобы поразнести все по карманам! — заявил он. — Надо инициировать как можно больше судебных исков о банкротстве и брать бразды управления компаниями в свои руки. Надо устранять акционеров компаний, объявивших дефолт! Устранять их от управления компанией с тем, чтобы они не успели вывести последние активы!».

По мнению господина Исаева, только такие консолидированные действия участников рынка заставят оставшихся эмитентов трижды подумать, прежде чем не исполнять обязательства по облигациям. И здесь, конечно, очень большую помощь в защите облигационерами своих интересов может оказать законопроект о единой позиции держателей облигаций, о котором в своем выступлении рассказала госпожа Курицына.

«Дожили, инвестиционные банкиры про совесть вспомнили», — вполголоса, чтобы слышали лишь те, кто сидел в зале рядом с ним, иронически

заметил после яркой речи господина Исаева один из юристов. Однако и он согласился с тем, что ситуация, при которой эмитент может по своему желанию выбрать инвестора, перед которым он выполнит все свои обязательства, а остальным не заплатит ни копейки, абсурдна и ее необходимо срочно менять.

Еще одной интересной идеей, родившейся в ходе дискуссии, стало предложение одного из участников, пусть и высказанное наполовину в шутку, разработать порядок присвоения конкретным топ-менеджерам и акционерам компаний черных меток — с тем, чтобы получивший такой «знак отличия» человек уже никогда не смог привлечь средства на рынке облигационных заимствований. «Присваивать же такие метки вполне бы могло и агентство Cbonds, раз уж оно выдает участникам рынка всякие награды», — предложил автор идеи.

Но пока идея с черными метками зреет в умах, награды в рамках традиционной процедуры награждения Cbonds Awards как раз продолжали находить своих владельцев. И пускай в целом их количество было сокращено до трех в объединенной номинации «Лучшая аналитика на рынке облигаций». Третье место в ней

занял Банк Москвы, второе в упорной борьбе отстоял МДМ-Банк, а первым, как и в прошлом году, стал банк «ТРАСТ».

Также по традиции вечером первого дня состоялась и Bond Party, спонсором которой выступила биржа РТС. На этот раз оно прошло в клубе «Остров» на Васильевском острове, общая атмосфера которого позволила участникам конгресса хотя бы ненадолго отвлечься от печальных размышлений о судьбе отечественного финансового рынка.

Впрочем, долго отвлекаться им не пришлось, поскольку наступило утро второго дня конференции, а вместе с ним пришло время и ключевой речи — выступления Николая Кащеева, недавно сменившего ВТБ на МДМ-Банк.

«Не с миром, а с мечом пришел я к вам», — не стал изменять себе и на этот раз гуру отечественного долгового рынка и сразу же предупредил, что прессе лучше удалиться, дабы не смущать выкладками, предназначенными для узкого круга профессионалов, широкие слои населения, от действий которых напрямую зависит то, как дальше будет развиваться макроэкономическая ситуация в стране.

«Теперь о страшном. Как я уже говорил, для исправления главной причины мирового кризиса США должны сократить свое потребление на $900 млрд, или на 7% от ВВП, при этом с учетом кумулятивного эффекта совокупное сокращение составит 10% от ВВП. Это страшная величина. Представляете, какие последствия вызовет это во всем мире? Самая жестокая рецессия состоялась в США в послевоенное время в 1957–1958 годах, тогда ВВП США в реальном выражении сократился на 4%. Процесс сокращения потребления, а вместе с ним и продолжение глобального кризиса, неизбежен, и его можно либо ускорить, либо замедлить. В худшем случае, если не ускорять исправление существующего в США дисбаланса, этот процесс может занять как минимум четыре года».

Вновь высказался Николай Кащеев и по поводу ослабления курса рубля. «Я был убежденным противником девальвации и по-прежнему считаю, что надо было тратить резервы на поддержание отечественной валюты, — заявил он. — Однако девальвацию уже нельзя остановить. Мы уже встали на этот путь, и ослабление курса рубля будет продолжаться, стимулируя дальнейший отток капитала из страны и при этом не стимулируя производство» (*подробнее тезисы выступления Николая Кащеева на конгрессе опубликованы в этом номере в его авторской колонке*).

После выступления Николая Кащеева участники провели еще несколько интересных дискуссий, в частности, с жаром обсудили вопрос, сколько же будет стоить доллар в следующем году. И хотя озвучить цифры, отличающиеся от официальных прогнозов российских чиновников, которые сводятся к тому, что курс к бивалютной корзине к середине следующего года будет составлять 32–35 руб., никто не решился, обсуждение получилось достаточно бурным.

Бурным вышел и гала-ужин, который по традиции прошел в ресторане гостиницы «Москва». Уже спустя час после начала действа участники конгресса вовсю веселились проделкам фокусника, достававшего монеты откуда только придется, удивлялись прямо-таки гуттаперчевой гимнастке, которая, стоя на руках, виртуозно исполняла сложнейшие элементы, и запускали на дальность бумажные самолеты. Кульминацией вечера стало выступление группы «Сплин», которая сразу же призвала всех собравшихся «гнуть свою линию», несмотря ни на какие кризисы. «Какой-то подозрительно трезвый конгресс, — удивился после исполнения пары своих хитов лидер группы Александр Васильев. — Но зато заметьте, как сразу из-за этого кризиса все стали ближе друг к другу!»

Последним штрихом гала-ужина стал опять-таки фейерверк. Несмотря на все шутки некоторых участников рынка после того, как проезжавший мимо гостиницы «Москва» трамвай полыхнул искрами с проводов, что, дескать, вот и весь фейерверк, настоящие залпы не заставили себя ждать, вселив надежду, что вместе с этими разноцветными разрывами прервется и серия разрывов с ликвидностью и красочные банкротства банков и компаний по всему миру.