Анастасия Михарская,
старший аналитик,
Банк Москвы

И молимся, чтобы страховка НЕ ПОДВЕЛА...

С НАЧАЛА КРИЗИСА НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ПРОШЛА ЦЕЛАЯ ЧЕРЕДА ДЕФОЛТОВ ПО ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМ КВАЗИСУВЕРЕННЫХ ЗАЕМЩИКОВ. ЗАЯВЛЕНИЯ И КОНКРЕТНЫЕ ДЕЙСТВИЯ ВЛАСТЕЙ ПО СПАСЕНИЮ «СВОИХ» ЭМИТЕНТОВ ПОКАЗАЛИ, ЧТО «СТРАХОВКУ» В ВИДЕ ПОМОЩИ ГОСБАНКОВ ПОЛУЧАТ ДАЛЕКО НЕ ВСЕ. ЭТО ЗАСТАВИЛО ИНВЕСТОРОВ ВЗЯТЬСЯ ЗА СЕРЬЕЗНУЮ ПЕРЕОЦЕНКУ РИСКОВ ВЛОЖЕНИЙ В ОБЛИГАЦИИ КВАЗИГОСУДАРСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ДОЛЯ

Стоит отметить, что сектор корпоративных облигаций вырос из госдолга — первыми эмитентами на внешнем и внутреннем долговых рынках стали госкомпании: «Газпром», РАО ЕЭС, «Алроса». Традиционно именно первый эшелон, включающий большей частью госкомпании, составлял костяк долгового рынка.

Только в 2002–2003 годах на рынок начали более активно выходить частные компании второго эшелона, а также слабые с точки зрения формального кредитного качества заемщики (в том числе квазигосударственные). Долг последних пользовался высоким спросом у участников рынка. Нерезиденты покупали облигации таких компаний, предпочитая государство в качестве конечного бенефициара, и ожидали господдержки эмитента в экстренных случаях, при этом такие инструменты давали высокую премию над кривыми доходности ОФЗ и госкомпаний. Эмитенты, обладавшие слабыми кредитными метриками, но имевшие статус квазигосударственного заемщика, получали финансирование по более низкой ставке.

Четкого определения квазигосударственного долга не существует. Как правило, такие компании не контролируются государством напрямую, но имеют косвенные признаки госучастия. Можно выделить следующие типы квазигосударственных компаний:

1. Непрямой контроль, то есть компания является «дочкой» или «внучкой» госкомпании, при этом кредитный профиль дочерней структуры заметно слабее профиля материнской компании («Желдорипотека»).
2. Стратегический актив — доля государства напрямую или косвенно меньше контрольной, однако бизнес компании является стратегическим или социально важным (энергокомпании, машиностроительные эмитенты).
3. Компании, принадлежащие региональным или муниципальным органам власти (компании с участием МОИТК, «Томск-Инвест»).
4. Доля государства менее 50%, стратегической/социальной функции нет или она преувеличена («ЭйрЮнион», «КД авиа»).

ДЕФОЛТЫ КВАЗИГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАЕМЩИКОВ

Всего 18 квазигосударственных заемщиков допустили 36 дефолтов по своим публичным обязательствам (см. таблицу). Из них только 12 дефолтов остались техническими; из девяти эмитентов, в настоящий момент находящихся в дефолте по публичному долгу, открыто заявили о реструктуризации лишь четыре.

Таблица. Дефолты квазигосударственных заемщиков в 2008–2009 гг.

Эмитент	Выпуск	Вид	Дата	Объем, млн руб.	Не исполнено, млн руб.	Статус	Признак принадлежности к квазигосударственным компаниям
ООО «Мострансавто-Финанс»	Мострансавто	оферта	24.06.2008	758.3	0	исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «НПО Сатурн»	СатурнНПО-2	купон	22.09.2008	125.0	0	исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ООО «РАДИОНЕТ»	Радионет-2	купон	24.09.2008	82.3	0	исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ООО «КД Авиа-Финансы»	КД Авиа	купон	22.10.2008	79.8	0	исполнено	Миноритарный пакет акций у администрации Калининградской области
ОАО «Томск-Инвест»	Томск-Инвест	оферта	23.10.2008	394.4	56.5	реструктуризация	Администрация Томской области
ООО «КД Авиа-Финансы»	КД Авиа	оферта	28.10.2008	986.8	986.8	не исполнено	Миноритарный пакет акций у администрации калининградской области
ООО «ЭйрЮнион»	ЭйрЮнион01	купон	11.11.2008	41.1	41.1	не исполнено	Миноритарный пакет акций КрасЭйр, входящей в ЭйрЮнион, принадлежит государству
Клинский район, МО	Клинский район, 25002	погашение	13.11.2008	300.0	0	исполнено	Входит в московскую область
ООО «СК «Спецстрой-2»	Спецстрой-2 01	купон	20.11.2008	33.6	33.6	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи»	ЭйрЮнРРД	оферта	20.11.2008	1566.9	1566.9	не исполнено	Миноритарный пакет акций КрасЭйр, входящей в ЭйрЮнион, принадлежит государству
ООО «СК мСпецстрой-2»	Спецстрой-2 01	оферта	01.12.2008	6.1	6.1	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ООО «МиГ-Финанс»	МиГ-Финанс-2	оферта	11.12.2008	2943.6	0	исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ОАО «МОИА»	МОИА-03	оферта	15.12.2008	5000.0	5000	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «МОИА»	МОИА-03	купон	15.12.2008	193.0	193.0	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи»	ЭйрЮнРРД	купон	18.12.2008	139.6	139.6	не исполнено	Миноритарный пакет акций КрасЭйр, входящей в ЭйрЮнион, принадлежит государству
ОАО «МОИА»	МОИА-01	купон	20.12.2008	54.2	54.2	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «МОИА»	МОИА-01	амортизация	20.12.2008	150.0	150.0	не исполнено	Компания, аффилирована с администрацией МО
ОАО «ФЛК»	ФЛК '2011 CLN	купон	20.12.2008	154.2	154.2	не исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ООО «Мострансавто-Финанс»	МосТрансАвто-01	купон	23.12.2008	128.8	0	исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ООО «Мострансавто-Финанс»	МосТрансАвто-01	амортизация	23.12.2008	268.3	0	исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ООО «РИГрупп»	РИГрупп-01	оферта	30.12.2008	1200.0	1200.0	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «ФЛК»	ФЛК '2013 LPN	купон	30.12.2008	250.1	250.1	не исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ОАО «Энергоцентр»	Энергоцентр	оферта	13.01.2009	2065.0	2065.0	реструктуризация	Аффилирована с администрацией МО
ООО «Моторостроитель-Финанс»	МоторФин-2	оферта	16.01.2009	986.1	0	исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ООО «РИГрупп»	РИГрупп-02	купон	21.01.2009	112.2	112.2	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «Авиакомпания «Сибирь»	Сибирь-01	оферта	03.02.2009	2197.0	2197.0	реструктуризация	Миноритарный пакет акций у государства
ООО «ЭйрЮнион»	ЭйрЮнион01	купон	10.02.2009	41.1	41.1	не исполнено	Миноритарный пакет акций КрасЭйр, входящей в ЭйрЮнион, принадлежит государству
ООО «ЭйрЮнион»	ЭйрЮнион01	амортизация	10.02.2009	375.0	375.0	не исполнено	Миноритарный пакет акций КрасЭйр, входящей в ЭйрЮнион, принадлежит государству

Продолжение таблицы на следующей странице

Эмитент	Выпуск	Вид	Дата	Объем, млн руб.	Не исполнено, млн руб.	Статус	Признак принадлежности к квазигосударственным компаниям
ОАО «МОИА»	МОИА-02	купон	10.03.2009	95.6	95.6	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «Башкирэнерго»	Башкирэнерго-3	оферта	23.03.2009	1495.8	0	исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ОАО «НПО Сатурн»	СатурнНПО-2	купон	23.03.2009	124.7	124.7	не исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ОАО «НПО Сатурн»	СатурнНПО-2	оферта	24.03.2009	1977.7	1977.7	не исполнено	Контрольный пакет у государства/госкомпании
ООО «РАДИОНЕТ»	Радионет-2	купон	25.03.2009	82.3	82.3	не исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «МОИТК»	МОИТК-2	купон	26.03.2009	180.3	0	исполнено	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «МОИТК»	МОИТК-2	оферта	26.03.2009	3553.1	3553.1	реструктуризация	Аффилирована с администрацией МО
ОАО «МОИТК»	МОИТК-1	купон	27.03.2009	53.9	0	исполнено	Аффилирована с администрацией МО
Итого:					20455.9		

Источники: Cbonds, информация организаторов и эмитентов

В той или иной мере дефолты коснулись всех категорий квазигосударственных заемщиков, однако в ряде случаев развитие событий можно назвать достаточно благополучным для держателей облигаций, тогда как в иных ситуациях облигационеры имеют мало шансов на возврат своих средств. Дефолт авиаальянса «ЭйрЮнион» стал первым случаем реального (нетехнического) дефолта по долгу квазигосударственной компании с наихудшими последствиями для инвесторов.

Несмотря на то что государству формально принадлежал лишь миноритарный пакет акций в «КрасЭйр» — одной из компаний, входящих в альянс, — риск облигаций «ЭйрЮнион» воспринимался как квазигосударственный. Во многом этому способствовал подписанный президентский указ о создании единого перевозчика на базе компаний, входящих в «ЭйрЮнион». Поэтому хотя бизнес авиаперевозчика переживал не лучшие времена, инвесторы возлагали надежды на помощь госкорпорации «Ростехнологии», созданной для консолидации стратегических активов, к которым до прошлой осени участники относили авиаальянс.

Если не вдаваться в подробности этой истории, то курс «Ростехнологий» в отношении «ЭйрЮнион» заметно изменился после того, как стало известно, что компании альянса терпят большие убытки. А «вытягивать» из убытков в период кризиса весьма накладно, тем более в условиях закрытого кредитного рынка. Кроме того, у «Ростехнологий» появились серьезные вопросы к корпоративному управлению компаниями. В результате «ЭйрЮнион» не получил помощи от госкорпорации. В настоящий момент кредиторы и поставщики судятся с альянсом и его дочерними структурами в попытке вернуть свои средства, однако их шансы на успех крайне малы.

РЕПУТАЦИОННЫЙ РИСК

Один из наиболее дискуссионных вопросов, который часто поднимался в аналитических обзорах и упоминался на форумах: каковы последствия дефолта по долгу компаний с госучастием для квазисуверенных заемщиков в будущем? До начала острой фазы кризиса участники рынка явно переоценивали резонанс от дефолта таких заемщиков. Наказанием, которым пугали заемщиков, была подпорченная кредитная история, что теоретически должно было закрыть доступ для компании на кредитный рынок.

Сейчас подобные угрозы не выглядят актуально, а репутационный риск от дефолта по обязательствам квазисуверенных заемщиков кажется сильно преувеличенным.

Дефолты среди квазигосударственных заемщиков не изменили отношение инвесторов к компаниям с госучастием, облигации таких заемщиков по-прежнему среди основных рекомендаций на долговом рынке. Разумеется, рост числа дефолтов и просрочки увеличили спреды квазисуверенных эмитентов к кривой ОФЗ и первого эшелона, однако наиболее качественные заемщики с высокой вероятностью поддержки по-прежнему пользуются спросом. Помимо получения страховки в виде помощи от госбанков, Минфина и ВЭБа, многие из этих бумаг входят в Ломбардный список и позволяют реализовывать стратегию carry-trade на аукционах ЦБ.

ПОДДЕРЖКА КОМПАНИИ — КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ

Принятие решения о поддержке компании с госучастием порождает конфликт интересов, так как помимо эмитента, претендующего на господдержку, здесь присутствуют и другие стороны:

- Инвесторы — акционеры и кредиторы, которые ожидают как минимум вернуть вложенные средства и — в случае кредиторов — проценты за пользование ресурсами.
- Поставщики, которые хотят получить средства за отгруженную продукцию. Им невыгодно банкротство клиента, но зачастую, чтобы получить оплату с компании, терпящей бедствие, приходиться обращаться в суд.
- Другие — возможно, более перспективные — компании, также претендующие на госпомощь.
- Налогоплательщики, которые против того, чтобы государство поддерживало неэффективный и неуспешный бизнес за их счет.
- Последней инстанцией является государство, госбанк или госкомпания, которая принимает решение о поддержке. Очевидно, что при выборе наименьшего зла, помимо защиты прав акционеров и кредиторов, государство должно руководствоваться интересами граждан и государства.

КАК ПОМОГАЕТ ГОСУДАРСТВО?

Основное решение — предоставление ликвидности напрямую — с помощью докапитализации либо выделения кредитов госбанков. Более сложный и медленный вариант — предоставление госгарантий, полных или частичных, под которые затем выдают кредиты государственные (реже частные) банки. Задача государства — стимулировать предоставление именно такого вида помощи, чтобы постепенно «отогреть» кредитные рынки. Другие меры поддержки включают льготы, возврат налогов эмитенту и госзаказ.

Получение господдержки не стоит отождествлять с выплатами по кредитам и публичному долгу — для государства важно не допустить банкротства значимого эмитента, однако вне зависимости от помощи государства, компания воспользуется любой возможностью реструктурировать задолженность в условиях дефицита ликвидности.

Если говорить об экстренной поддержке компаний с госучастием, находящихся на грани банкротства, то стоит отметить, что оперативность помощи пока оставляет желать лучшего. Классический пример того, как скоро может рассчитывать эмитент на получение реальной помощи, — это случаи с авиастроительными компаниями «МИГ» и НПО «Сатурн». Несмотря на то что оба эмитента попали во всевозможные «списки поддержки», а банкротство компаний всерьез не рассматривалось государством, получение финансирования было затянуто. НПО «Сатурн» на сегодняшний день по-прежнему находится в дефолте по оферте и купонам второго выпуска облигаций в ожидании поступления очередного транша госпомощи от ВТБ, кредит сейчас проходит утомительную процедуру согласования в госбанке.

А КАК НА ЗАПАДЕ?

Развитые рынки характеризуются высокой долей частного капитала, поэтому прямые аналогии с российскими реалиями провести сложно. Автогиганты Chrysler и GM — частные компании, однако значимость автопроизводителей столь велика для государства, что правительство помогает реструктурировать бизнес этих компаний. В качестве решения вопроса погашения задолженности кредиторам предлагаются весьма жесткие сценарии реструктуризации — например, кредиторам Chrysler было предложено конвертировать 85% долга в акции компании.

КОГО СПАСУТ?

До кризиса вопрос господдержки был номинальным и ограничивался словесными интервенциями, комфортным письмом или честным словом. Этого было достаточно — избыток дешевого фондирования позволял практически любой компании привлечь кредит или разместить публичный заем, а низкое кредитное качество компенсировалось высокой процентной ставкой.

Очевидно, что в условиях кризиса ситуация изменилась — государству приходится выбирать, кто в первую очередь получит госпомощь в условиях растущих расходов бюджета и снижения доходной части, а вопрос о предоставлении помощи компаниям решается case-by-case.

Мы считаем, что в первую очередь на получение поддержки помимо традиционных госкомпаний могут претендовать компании второй категории, то есть социально или стратегически значимые для государства. В этой связи можно утверждать, что, принимая решение о покупке облигаций квазигосударственной компании, инвесторы должны спрашивать себя, каковы будут последствия банкротства этого эмитента. Если в результате государство потеряет уникальную технологию (двигателестроение) или будет поставлена под удар реализация политически важного проекта (Олимпиады-2014), вероятность спасения такого актива многократно увеличивается вне зависимости от того, какой долей владеет государство. Если компания играет большую социальную роль и остановка ее деятельности ставит под угрозу жизнеобеспечение россиян или удовлетворение базовых потребностей, здесь помощь будет предоставлена определенно. Если же речь идет об активах, где ущерб от банкротства эмитента будет ограничен лишь финансовыми потерями инвесторов, ждать безусловной поддержки не стоит.

Пример первоочередности спасения социально важных эмитентов — события вокруг «Мострансавто». Компания ежедневно обслуживает гигантский пассажиропоток в Москве и Московской области — перевозит 2 млн человек. Паралич бизнеса МТА мог иметь катастрофичные последствия для столицы, поэтому после технических дефолтов компания получала средства на обслуживание публичного долга с опозданием всего на один день, то есть почти без промедления, несмотря на дефицит финансовых средств у администрации МО.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ВОЗМОЖНА И НЕОБХОДИМА

Довольно благополучный пример развития событий после дефолта госкомпании — случай «Томск-Инвеста». Компания была создана фондом государственного имущества Томской области, погашение (не оферта) выпуска облигаций компании гарантировано администрацией Томской области. В октябре прошлого года эмитент не смог выкупить по оферте облигации на сумму около 400 млн руб. Компания предложила инвесторам реструктуризацию по следующей схеме — купон начисляется по ставке 18%, ежемесячно эмитент выплачивает по 8% суммы основного долга. Договорившись с частью инвесторов, эмитент стал проводить выплаты, не дожидаясь согласия остальных участников. На сегодняшний день объем неисполненных обязательств составляет менее чем 100 млн руб.

УРОКИ КРИЗИСА

Кризис преподнес рублевому долговому рынку хороший урок и показал, как ведет себя финансовая система в условиях стресса. Безразмерная и абстрактная государственная поддержка обрела конкретные цифры, ограничения и приоритеты. Стало очевидно, что государство не собирается тратить средства на поддержку неэффективного бизнеса или нести ответственность за действия нерасторопного или недобросовестного менеджмента.

Другое последствие кризиса — изменение отношения к дефолту и механизму реструктуризации. Эмитент, допустивший дефолт, но достигнувший мирового соглашения с кредиторами, находит понимание у кредитора. Дальше стороны работают в связке при построении финансовой модели, которая позволила бы компании выжить, постепенно расплачиваясь с кредиторами.

Оттепель на кредитных рынках со временем снизит число дефолтов и реструктуризаций, однако пока сценарий «Томск-Инвеста» может быть тиражирован другими квазигосударственными заемщиками. Несмотря на неготовность многих инвесторов к реструктуризации такого долга, необходимо помнить: чтобы разрушить компанию, находящуюся на грани банкротства, нужно немного усилий, однако поскольку такой вариант кредиторов не устраивает, придется искать компромисс.