

18.01.2013 г.

## **Конвертация долга MRCA вызывает различные оценки на рынке**

Накануне Нового года KASE сообщила об исключении облигаций Mineral Resources of Central Asia из числа бумаг, допущенных к обращению на бирже в секторе "нелистинговые ценные бумаги" в связи с истечением срока обращения. Ранее компания заявляла о намерении конвертировать свой облигационный долг в капитал. На ее сайте размещен протокол собрания держателей облигаций, состоявшегося в самом конце декабря, где 76% проголосовали за их конвертацию в акции.

Немаловажным обстоятельством выглядит то, что держателем 24% облигаций, проголосовавшим "против", является НПФ "ЎларҮміт". Именно пенсионные фонды оказались одной из главных пострадавших сторон в ходе полосы дефолтов компаний второго эшелона в 2008-2010 годах. Мотивируя свое нежелание голосовать за конвертацию долга в капитал, представитель "ЎларҮміт" отметил, что любой инвестор взвешивает инструмент по степени риска, и рискованность вложений в акции существенно выше, чем в облигации. Фонд хотел бы получить выплаты по купону облигации (при этом в списке акционеров компании, опубликованном на сайте KASE, значатся "ЎларҮміт" и еще два НПФ – "Отан" и "Атамекен").

Позиция руководства компании на собрании держателей облигаций состояла в том, что существуют планы развития медного месторождения "Борлы", которым владеет "дочка" MRCA. Речь идет о проекте с длинным инвестиционным горизонтом в 20 лет, и представители пенсионных фондов с их длинными средствами как никто должны быть заинтересованы во вложении именно в акции, что позволит получить наибольшую отдачу. Изъятие же средств для выплаты купона может, по оценкам компании, замедлить осуществление проекта.

MRCA не значится в списке эмитентов, допустивших дефолт, на сайте биржи. На запрос Панорамы по поводу этой ситуации ответила директор департамента листинга KASE **Галина ЦАЛЮК**.

*- Может ли ситуация с конвертацией долга в капитал компании характеризоваться на сегодняшний момент как дефолт?*

- Скорее, ситуацию следует рассматривать как способ избежать дефолта, поскольку 28 декабря 2012 года держатели облигаций АО "Mineral Resources of Central Asia" проголосовали за изменение условий выпуска принадлежащих им облигаций, и такое решение означает, что они знают об отсутствии у компании денег на выплату основного долга по облигациям и последнего купонного вознаграждения. При этом, согласно имеющимся у KASE документам, последним днем обращения первого выпуска облигаций являлось 27 декабря 2012 года, а периодом выплаты основного долга и последнего купонного вознаграждения - 28 декабря 2012 года - 6 января 2013 года.

Под вопросом находится возможность регистрации изменений в проспект выпуска облигаций, поскольку решение было принято после окончания срока их обращения.

*- Насколько все это соответствует законодательному усилению прав держателей облигаций?*

- Несоответствия законодательству в части реализации прав держателей облигаций нет, поскольку решение было принято ими добровольно и продиктовано желанием сохранить вложенные деньги (или хотя бы их часть). Законодательством такие действия держателей облигаций предусмотрены.

*- Существует ли какая-либо проблема в разных подходах рейтинговых агентств к эмитенту, поскольку одно из них снизило рейтинги до преддефолтного уровня после объявления намерения конвертировать облигации в акции, и затем произошел отзыв рейтинга, а другое пока никак не реагирует на ситуацию?*

- Проблема есть, но за комментариями по этому поводу следует обратиться к рейтинговому агентству, которое никак не реагирует на ситуацию. KASE со своей стороны в ближайшее время планирует направить соответствующий запрос последнему.

*- Есть ли вероятность повторения таких решений держателями облигаций других эмитентов?*

- Этого исключать нельзя.

Различия в подходах к ситуации рейтинговых агентств являются отдельным интересным

сюжетом. До намерения конвертировать облигации в акции компания рейтинговалась в агентстве "Эксперт РА Казахстан". Оно снизило рейтинг MRCA до уровня "B" летом 2011 года. После объявления о намерении осуществить конвертацию рейтинг был снижен до преддефолтного уровня. В отчете о снижении агентство указывало, что "основными факторами, негативно повлиявшими на уровень рейтинга АО "Mineral Resources of Central Asia", являются отсутствие стабильных, прозрачных и прогнозируемых источников доходов и высокие риски в структуре активов (значительную сумму активов компании - 68% - по состоянию на 31 марта 2012 года составляет сомнительная дебиторская задолженность). Помимо этого, негативно были оценены высокий уровень долговой нагрузки (процентные выплаты составили 56% валового дохода компании за 2011 год), низкая диверсификация бизнеса, недостаточный уровень качества стратегического планирования и низкая вероятность привлечения финансирования. Кроме того, следует отметить, что 1 июня 2012 года внеочередное общее собрание акционеров приняло решение о внесении изменений в проспекты эмиссии акций и облигаций MRCA, согласно которым предусматривалась возможность конвертации размещенных облигаций в акции. Среди факторов, позитивно повлиявших на рейтинг компании, были выделены низкий уровень кредиторской задолженности (по итогам 2011 года она составила 2,6% от пассивов) и приемлемые показатели деловой активности. После этого произошел отзыв рейтинга и его получение в другом агентстве.

На вопросы Панорамы по ситуации ответил генеральный директор "Эксперт РА Казахстан" **Адил МАМАЖАНОВ**.

*- Насколько все произошедшее с конвертацией облигаций MRCA в акции соответствует определению "дефолт"?*

- В первую очередь следует учитывать, что конвертации облигаций в акции в период обращения облигаций так и не произошло, во всяком случае никаких сообщений об этом ни от биржи, ни от самой компании мы не видели. Соответственно, MRCA должна была осуществить полное погашение размещенных облигаций в течение 10 рабочих дней после окончания срока обращения. Если и этого не произошло, то это дефолт.

*- Права держателей облигаций последовательно расширялись в последнее время, тем не менее сдержки и противовесы не сработали определенным образом в этой ситуации, и пострадавшей стороной вновь оказался пенсионный фонд. Должны быть, по вашему мнению, введены дополнительные ограничения?*

- Регистрация и размещение данного выпуска облигаций были осуществлены еще в 2007-2008 годах. Тогда волна дефолтов эмитентов корпоративных облигаций только зарождалась. Впоследствии уроки тех событий были учтены - сегодня облигации для целей листинга на бирже должны иметь рейтинг, все выпуски последних лет содержат достаточно жесткие ковенанты, основные инвесторы - пенсионные фонды - уделяют оценке облигаций куда больше внимания, чем раньше. К сожалению, это не распространяется на эмиссии более ранних лет. Там все еще сохраняются риски.

*- Необходимо ли наличие какой-то общей позиции рейтинговых агентств в таких ситуациях, и может ли это как-то влиять на действия институциональных инвесторов, у которых есть определенные требования по рейтингам, и ограничивать действия других эмитентов, которые решили бы конвертировать доле в капитал?*

- Позиция рейтинговых агентств в таких случаях общая по определению - мы должны своевременно информировать инвесторов об уровне кредитоспособности эмитента, чтобы они имели возможность предпринимать превентивные меры для защиты своих интересов. В отношении данных бумаг компании мы свое мнение выразили еще в июле 2012 года - тогда "Эксперт РА Казахстан" понизило рейтинги до преддефолтных уровней, таким образом информируя рынок о возросшей вероятности дефолта по этим облигациям. За год до этого, летом 2011 года, мы также понизили рейтинг на один уровень - с "B+" до "B". Так что в данном случае инвесторы были своевременно проинформированы о росте рисков, связанных с MRCA, и имели достаточно возможностей для того, чтобы защитить свои интересы.

Правда, юридически таких возможностей у них не было - проспект не содержит ковенант. Какими они могут быть в таких случаях? Например, в случае снижения рейтинга кредитоспособности до определенного уровня держатели облигаций могут потребовать их выкупа эмитентом. Другой вопрос, насколько этот метод будет действенным в условиях снижающейся кредитоспособности компании.

Что касается в целом конвертации облигаций в акции, то такая практика существует в виде конвертируемых облигаций, но только не в Казахстане. У нас этот инструмент не используется. Ключевым вопросом в конвертации является рискованность и ликвидность акций, а у нас

ликвидных акций единицы. Плюс акции - сами по себе более рискованный инструмент, чем облигации, и, например, при расчете регуляторных нормативов оказывают большее давление на капитал пенсионных фондов. Поэтому вопрос конвертации облигаций в акции - весьма чувствительный для НПФ.

- Как на всю эту ситуацию влияет реструктуризация долгов нескольких банков и корректные ли это аналогии? (О влиянии повторной реструктуризации обязательств БТА на инвестиции пенсионных фондов - пожалуйста, Панорама №40 за 2012 год.)

- Да, в целом можно провести параллель: попытка конвертации облигаций в акции - это, по сути, реструктуризация обязательств, в чем-то схожая с тем, что не так давно осуществил ряд банков. Следует отметить, что реструктуризация обязательств - мера крайняя, когда ответить по обязательствам не представляется возможным или нет желания. Крайняя, потому что несет серьезные последствия для компании, ее менеджмента и акционеров. Хотя в мировой практике были случаи, когда держатели облигаций действительно были заинтересованы во вхождении в капитал путем конвертации долга в акции, но при этом они были уверены, что получают перспективный, надежный и ликвидный инструмент.

Что касается в целом конвертации облигаций в акции, то такая практика существует в виде конвертируемых облигаций, но только не в Казахстане. У нас этот инструмент не используется. Ключевым вопросом в конвертации является рискованность и ликвидность акций, а у нас ликвидных акций единицы. Плюс акции - сами по себе более рискованный инструмент, чем облигации, и, например, при расчете регуляторных нормативов акции оказывают большее давление на капитал пенсионных фондов. Что касается конкретно этой ситуации, то по всем признакам MRCA, скорее всего, не ответила по своим обязательствам - допустила дефолт. Но обязательства никуда не делись. С ними нужно что-то делать - погашать, реструктуризировать или конвертировать, как изначально рассчитывала компания. Будем следить за ее действиями.

Следует отметить, что при этом у MRCA продолжает действовать рейтинг "BB+" по национальной шкале и "B" по международной от агентства KZrating, чей руководитель Ричард Хейнсворт в принципе известен достаточно жесткой позицией по отношению к реструктуризации обязательств казахстанских банков. Позиция агентства состоит в том, что факторами, обосновывающими рейтинг, являются: высокий уровень концентрации собственного капитала в балансовой структуре пассивов, информационная прозрачность компании, значительная рыночная стоимость активов. Факторами, сдерживающими рейтинг, являются: убыточная операционная деятельность и, как следствие, увеличение давления долговой нагрузки, относительно небольшой размер компании, сомнительное качество дебиторской задолженности. Фактором, обосновывающим возможное понижение рейтинга, является вероятный кассовый разрыв в среднесрочной перспективе в случае несвоевременного погашения торговой дебиторской задолженности.

KZrating в последние дни было недоступным для получения комментариев для Панорамы. Между тем, если регулирование инвестиций институциональных инвесторов в эмитентов второго уровня базируется на рейтингах национальных агентств, то унификация в подходах к таким ситуациям должна быть достаточно сильной, иначе возникают условия для того, чтобы правила игры применялись достаточно избирательно.

*Николай ДРОЗД*