



НАФТОГАЗ УКРАИНЫ: ОТЛОЖЕННЫЙ ДЕФОЛТ?

Украинской газовой монополии удалось убедить большинство своих кредиторов в необходимости реструктуризации долгов. Стоило это удовольствие немало: некогда дешевые деньги превратились в обузу для всей экономики. Договоренности по облигациям предполагают рост процентных ставок по всем внешним обязательствам «Нафтогаза», которые в сумме превышают \$1,5 млрд. Правительство обязалось предоставить госгарантии по этим кредитам. Но в условиях политического хаоса в Украине они ничего не стоят.

Согласиться с условиями реструктуризации инвесторов заставил простой аргумент: у «Нафтогаза» в любом случае нет денег на выплату. Компания защищена от посягательств кредиторов украинским законодательством, тогда как судиться с Украиной в международных судах дорого и долго. Кроме того, есть основания полагать, что имели место неформальные договоренности правительства с крупнейшими банками-кредиторами. Благодаря им властям удалось избежать дефолта НАК здесь и сейчас, а финансистам — заработать деньги на спекуляциях облигациями и высоких процентных ставках.

Окончательное решение об обмене старых облигаций на новые было принято 19 октября на собрании держателей облигаций в Лондоне. За реструктуризацию долгов

проголосовало 93% инвесторов, согласившись подождать выплат еще пять лет, теперь расчитаться с владельцами ценных бумаг «Нафтогаз» должен в 2014 году.

Удивительно, но кредиторы решили не требовать у компании выплаты даже части долга (по неофициальной информации, изначально они требовали погасить 15%), что является нор-

мальной практикой в таких случаях. Судя по всему, нынешнее финансовое положение НАК настолько плачевно, что погасить даже часть долга он был бы неспособен.

Проблемой остаются те 7% держателей облигаций, которые на реструктуризацию не согласились. В ближайшее время они могут подать судебные иски, требуя взыскать с монополии как минимум \$35 млн.

Рассрочка долгов тут же отразилась на настроении рейтинговых агентств. Так, Fitch Ratings изменило статус Rating Watch с «развивающегося» на «позитивный» по долгосрочным рейтингам дефолта (РДЭ) «Нафтогаза» в иностранной и национальной валюте. Хотя сам рейтинг остался неизменным и находится на уровне «RD» («ограниченный дефолт»). Так каким образом НАК удалось добиться лояльности своих кредиторов?

Выгодный заемщик

На этот счет есть две основные версии. Во-первых, инвесторов могла прельстить возможность заработать на повышенных процентах по новым облигациям. По условиям реструктуризации, купонная ставка по ним повышается с 8,125% до 9,5%. При этом риски несостоятельности заемщика якобы компенсируются суверенными гарантиями. Но при ближайшем рассмотрении становится очевидно, что такие гарантии — фикция.

Согласно украинскому законодательству, госгарантию может предоставлять министр финансов, тогда как вот уже девять месяцев в Украине такового нет. Возглавляющий министерство Игорь Уманский находится в статусе «исполняющего обязанности».

А значит, его подпись под гарантиями впоследствии может быть признана юридически ничтожной. По странному стечению обстоятельств за день до предварительного вердикта кредиторов о реструктуризации, 7 октября, И.Уманский ушел на больничный.

Здесь мы подходим ко второй версии. Получив предварительное согласие держателей облигаций на предложенный «Нафтогазом» план реструктуризации в на-

чале октября, руководство компании поспешило заявить, что надеется договориться отсрочить выплату кредитов и по двусторонним договорам с банками. Причем на условиях аналогичных тем, что имели место при обмене облигаций. Вряд ли «Нафтогаз» сам инициировал бы ухудшение условий заимствований. Вероятно, обязательное изменение ставок по банковским кредитам было заложено в план реструктуризации по евробондам с самого начала. Возникает логичный вопрос: какое дело держателям еврооблигаций до условий кредитования «Нафтогаза» европейскими банками?

Игры спекулянтов

По неофициальной информации, по состоянию на сегодняшний день львиная доля еврооблигаций «Нафтогаза Украины» принадлежит структурам Credit Suisse и Deutsche Bank, еще около 20% облигационного долга «висит» на окологазпромовских структурах. При этом Credit Suisse выступает финансовым советником НАК, а также консультирует правительство Украины. Кроме того, два упомянутые банка в совокупности контролируют около \$900 млн долговых обязательств «Нафтогаза». А теперь посмотрим на то, как развивалась «дефолтная» история компании.

О том, что 2009–2010 годы станут самыми сложными для госкомпании с точки зрения взаимоотношений с кредиторами, эксперты предупреждали давно. В январе этого года еврооблигации НАК торговались на уровне 30–35% от номинала. О вероятном дефолте госкомпании тогда говорили все, но только не правительство. О трудностях с погашением долгов в Кабмине вспомнили только летом: тогда и.о. министра финансов впервые озвучил тезис о необходимости реструктуризации обязательств по облигациям.

Несмотря на это, «Нафтогаз» фактически сорвал сроки представления плана реструктуризации держателям ценных бумаг, допустив с 1 октября технический дефолт. Все это время котировки по ценным бумагам НАК то резко

проседали на фоне разговоров о дефолте, то вновь отыгрывали по-

Проблемой для «Нафтогаза» остаются 7% держателей облигаций, которые на реструктуризацию долгов не согласились. В ближайшее время они могут подать судебные иски, требуя взыскать с монополии как минимум \$35 млн

зиции, стимулируемые новостями о новых траншах кредитов МВФ.

Сама по себе волатильность ценных бумаг позволяла немало

Обещанные Юлией Тимошенко инвесторам государственные гарантии по долгам «Нафтогаза» являются юридически ничтожными. Такие гарантии может дать только полномочный министр финансов, которого в Украине нет

зарабатывать на них спекулянтам. А учитывая последние договоренности по реструктуризации, конечные владельцы ценных бу-

Сейчас львиная доля еврооблигаций «Нафтогаза Украины» принадлежит структурам Credit Suisse и Deutsche Bank, еще около 20% облигационного долга, вероятно, «висит» на окологазпромовских структурах

маг, купив их за бесценок, могут рассчитывать на сверхприбыли.

Все это приводит нас к мысли о возможной классической биржевой спекуляции, когда инсайдеры (в нашем случае правительство и европейские банки) созна-

Большая волатильность котировок по ценным бумагам «Нафтогаза» позволяла неплохо зарабатывать на них профессиональным спекулянтам

тельно заваливают котировки ценных бумаг, скупая их по низкой цене, после чего продают со значительной маржой.

Долги «Нафтогаза» — проблема для экономики

Эта внутренне непротиворечивая концепция отвечает на

Как изменились условия кредитования «Нафтогаза Украины» после реструктуризации

Название банка	Сумма кредита, \$ млн	Стартовые условия предоставления	% ставка	Дата окончания	% к выплате по действовавшей ставке, \$ млн	Новая % ставка	Новая дата окончания	% к выплате по новой ставке, \$ млн
Linton Capital Ltd. (аффилированная структура Deutsche Bank)	163,6	Libor+5	5,24	2-й кв. 2012	21,4	9,5	01.11.2014	237,5
Parbeck Capital Ltd. (аффилированная структура Deutsche Bank)	163,6	Libor+4,4	4,64	3-й кв. 2012	21,5	9,5	01.11.2014	77,7
DEPFA BANK PLC. (Кипр)	220	Libor+1,75	1,99	4-й кв. 2010	5,1	9,5	01.11.2014	77,7
Credit Suisse International (советник по реструктуризации «Нафтогаза»)	550	Libor+3,5	3,78	4-й кв. 2011	41,6	9,5	01.11.2014	104,5
Standard Bank London Limited (эмитент облигаций «Нафтогаза»)	500	–	8,125	Срок прошел	–	9,5	01.11.2014	261,3
					89,6			758,7

вопрос и о связи между условиями реструктуризации по еврооблигациям по двусторонним обязательствам «Нафтогаза Украины», и о крайне лояльном

Нетрудно подсчитать, что изменение условий кредитования выльется в дополнительные \$700 млн потерь для «Нафтогаза». Учитывая большую вероятность того, что эти расходы лягут на госбюджет, можно говорить о существенном ущербе для всей экономики

отношении большинства кредиторов к проблемной компании. Держатели бондов — они же прямые кредиторы НАК — непосредственно заинтересованы в комплексной реструктуризации долга, которая подразумевает

Украинский Кабмин тонким слоем размазывает огромную задолженность «Нафтогаза» по кредитным портфелям различных государственных и окологосударственных финучреждений

повышение процентных ставок в полтора-два раза.

Так, Deutsche Bank в свое время предоставил «Нафтогазу» два транша кредита на условиях соответственно Libor +5% и Libor +4,4%. Учитывая нынешние показатели этого индикатора, кредит-

ная ставка должна была бы составить 5,24% и 4,64%. Тогда как после реструктуризации «Нафтогаз» вынужден будет погашать долги, исходя из 9,5% годовых. Еще больше процентных пунктов приписал себе консультант госкомпании — банк Credit Suisse, который по условиям предварительного договора должен был кредитовать компанию под 3,78% годовых.

Нетрудно подсчитать, что изменение условий кредитования выльется в дополнительные \$700 млн потерь для «Нафтогаза». Учитывая большую вероятность того, что эти расходы лягут на госбюджет, можно говорить о существенном ущербе для всей экономики. Для сравнения: \$700 млн это более чем двукратный расходный бюджет Крыма.

При этом совершенно не очевидно, что рассрочка обязательств спасет «Нафтогаз» от дефолта. Правительство до сих пор не представило ни план финансового оздоровления компании, ни стратегию реформы газового сектора в целом. А значит, нынешние проблемы, только в значительно большем масштабе, проявятся в 2014 году.

Жонглируя кредитами

Получив добро от внешних кредиторов, правительство и «Нафтогаз» тут же взяли за долги внутренние. Фигурирую-

щие здесь суммы даже больше внешних обязательств компании. Так, НАК должен 22,4 млрд гривен (\$2,7 млрд) государственному Ощадбанку.

Один из крупнейших банков страны сегодня фактически работает только на одну компанию: по состоянию на 1 июля этого года 54% кредитного портфеля финучреждения приходились на долги «Нафтогаза». Во многом именно благодаря банковским кредитам газовой монополии до сих пор удавалось вовремя рассчитываться за газ с «Газпромом». Однако и этот ресурс, судя по всему, исчерпан.

Правда, правительство Ю.Тимошенко вновь нашло нетривиальный выход из сложившейся ситуации. Половина обязательств НАК перед Ощадбанком будет передана частному Укргазбанку, из которого лишь в сентябре была выведена временная администрация.

Таким образом, украинский Кабмин тонким слоем размазывает огромную задолженность «Нафтогаза» по кредитным портфелям различных государственных и окологосударственных финучреждений. Интересней всего то, что благодаря этим манипуляциям НАК по итогам года может даже показать прибыль. Это даст возможность правительству отчитаться перед МВФ о проделанной работе по стабилизации кризисной ситуации в газовом секторе. 

www.russianoilgas.ru



Российская техническая нефтегазовая конференция и выставка SPE 2010

26–28 октября 2010

Москва, ВВЦ, павильон №75

Бурение • Геология и геофизика • Повышение нефтеотдачи пласта • Технологии добычи • Гидродинамические процессы извлечения нефти • Разработка сложных коллекторов • Заканчивание скважин • Мониторинг коллектора • Каротаж скважин и оценка параметров пласта • Газовые технологии • Моделирование пласта • Гарантия обеспечения потока • Реактивизация разработки месторождений на поздней стадии • Новые технологии

125009, Москва,
ул. Большая Никитская дом 24/1,
строение 5, подъезд 2
Тел.: +7 495 937-68-61, доб. 136
Факс: +7 495 937-68-62
E-mail: natalia.sitnikova@reedexpo.ru

Организаторы



Society of Petroleum Engineers

Официальная публикация Платиновые спонсоры 2008



Официальный медиа-партнер



Золотой спонсор 2008



Спонсоры 2008

