Можно ли избежать дефолтов?

Алексей ДЕМКИН,

CFA, исполнительный директор, инвестиционный банк «ТРАСТ»

Алексей Демкин работает в банке «ТРАСТ» с февраля 2002 года. В настоящее время занимает должность исполнительного директора департамента исследования долговых рынков. Имеет опыт работы на финансовых рынках с 1996 г. в инвестиционных компаниях, НАУФОР и рейтинговом агентстве «Эксперт РА». В 2007 г. и 2008 г., по данным опроса All Russia Research Team, проводимого Institutional Investor, занял третье и второе место соответственно в категории «Корпоративный долг».

Алексей Демкин в 1997 г. окончил физический факультет МГУ имени Ломоносова, в 1998 г. — магистратуру ГУ-ВШЭ.

Дефолты обычно являются следствием допущенных ошибок самой компании, неправильной оценки ситуации, замедления деловой активности, которые в той или иной мере объясняются просчетами самой компании, в результате это приводит к несостоятельности компании.

В России статистики всех дефолтов нет, но с уверенностью можно сказать, что число непубличных дефолтов на порядки больше, чем публичных, и они регулярно случались даже тогда, когда на рынке облигаций их практически не было (между 2002 г. и первой половиной 2007 г.). При этом более болезненным для компании является публичный дефолт, поскольку он наносит значительный удар по репутации заемщика и в перспективе затрудняет компании доступ на рынки капитала. Поэтому прежде чем выходить на рынок, эмитент сам должен тщательно подготовиться к этому шагу, а не руководствоваться формальными требованиями регулятора для выпуска облигаций.

С ОГЛЯДКОЙ НА ЗАПАД

В отсутствие богатого российского опыта определенную пищу для размышления может дать статистика по западным дефолтам, которую собирают специализированные агентства (рейтинговые, информационные и др.). Так, есть закономерности, которые характерны практически для большинства рынков. Например, дефолты среди мелких компаний встречаются гораздо чаще, чем среди крупных, поскольку у последних больше шансов получить поддержку, так как издержки на банкротство могут оказаться выше стоимости спасения предприятия. Кроме того, вероятность дефолтов возрастает в моменты снижения деловой активности в экономике и тем более в моменты кризиса, например во второй половине 2008 г. число дефолтов резко возросло. Так, согласно наблюдениям S&P, во время экономических спадов в начале 1990-х и 2000-х уровень дефолтов составлял 3.2–3.7%, а в более благополучные годы

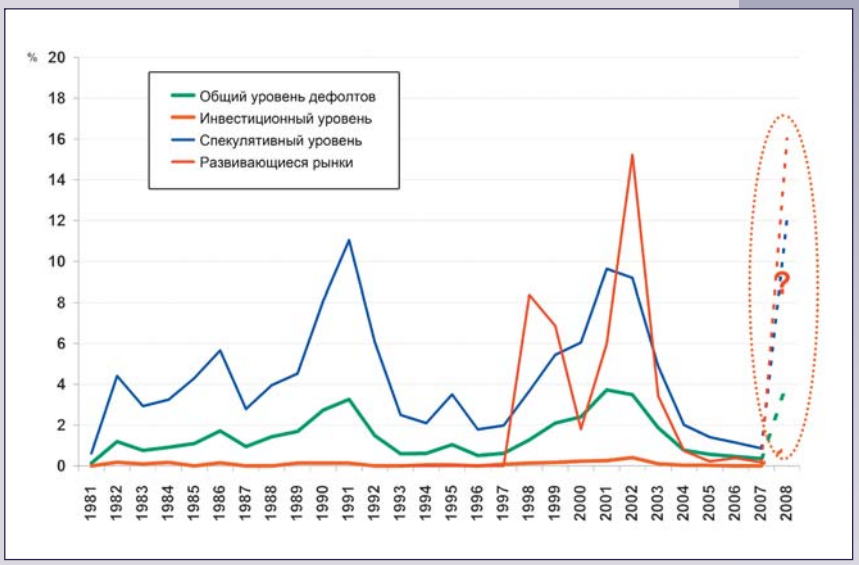
он опускался до уровня ниже 0.4% (2007 г.). Важно отметить, что основной вклад в рост общего уровня дефолтов принадлежал компаниям с кредитными рейтингами спекулятивного уровня, то есть компаниям-эмитентам, которых в России большинство. В годы замедления деловой активности, по наблюдениям рейтингового агентства, дефолт объявляет каждый десятый эмитент неинвестиционного качества, тогда как в годы экономического роста с проблемами сталкивается менее 1% заемщиков этой группы. Отдельно отметим, что среди заемщиков с развивающихся рынков уровень дефолтов в кризисные годы достигал 15%. Здесь компаниям надо основательно задуматься, выходить на рынок облигаций или нет, если экономические прогнозы указывают на замедление экономики. Подчеркнем, что приведенные выше цифры агентство подсчитывало только для компаний с кредитным рейтингом, т.е. в реальности уровень дефолтов заметно выше. Так, например, в России по состоянию на середину осени 2008 г. среди эмитентов, объявивших дефолт, не было ни одной компании с кредитным рейтингом.

ОЦЕНИТЕ СВОИ ШАНСЫ

Чтобы получить представление о том, насколько компания подвержена риску дефолта, потенциальный заемщик может обратиться к рейтинговому агентству, заказав кредитный рейтинг. Сама процедура присвоения занимает время и стоит денег, и если компания не собирается выпускать еврооблигации, то вряд ли есть смысл тратиться на эту дорогую процедуру. Хотя если компания собирается регулярно выходить на рынок с выпусками облигаций объемами выше средних, то кредитный рейтинг заметно повысит привлекательность выпусков в глазах инвесторов и может попасть в список бумаг, «репуемых» в ЦБ. В дальнейшем также нельзя исключать, что наличие кредитного рейтинга может стать обязательным условием для выхода даже на рублевый рынок облигаций. В этом случае есть смысл подготовиться заранее.

Перед тем как запустить процесс получения рейтинга, эмитент может прикинуть свои шансы либо самостоятельно, либо при помощи инвестиционных консультантов оценить, на какой уровень кредитного рейтинга компания может рассчитывать, сравнив свои показатели

Рис. 1. Динамика показателей уровня дефолта



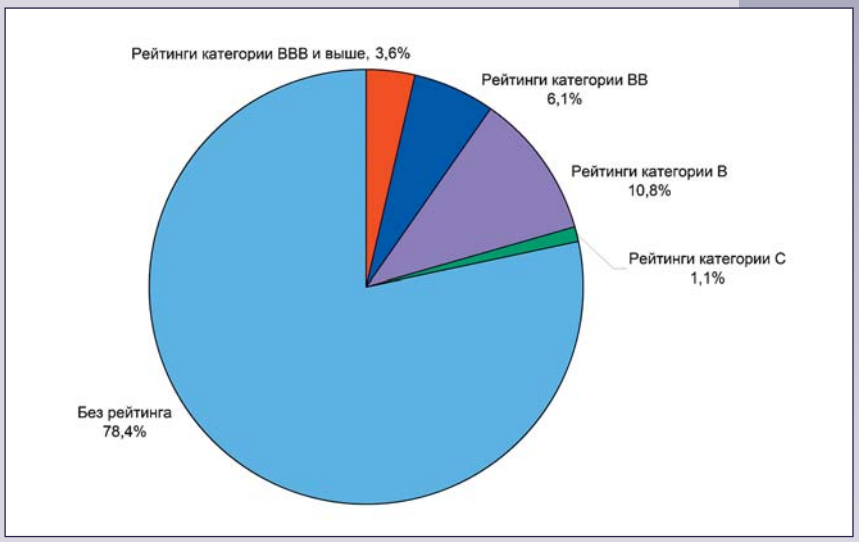
(избранные рейтинговыми агентствами финансовые показатели и методологию их расчета обычно можно найти на их сайтах) и прочие параметры с конкурентами. Конечно, это грубая оценка: рейтинговые агентства принимают во внимание и много качественных показателей. Тем не менее, если выяснится, что показатели компании близки к показателям конкурентов, рейтинги которых, например, находятся на уровне B, то вероятность дефолта для данного уровня в течение первого года составляет порядка 5–7%. С ухудшением деловой активности в экономике данные цифры имеют тенденцию к росту. Данные несложные вычисления дадут компании важную информацию для понимания своего риска дефолта, а также понимание возможных путей его снижения. Для этого можно, например, сравнить свои показатели с более сильным конкурентом и взять их за ориентир.

КАК МОЖНО СНИЗИТЬ РИСК ДЕФОЛТА

Итак, дефолты — это не случайные стихийные бедствия, а в большинстве своем закономерные явления на кредитных рынках, которые повторяются от страны к стране, от спада к спаду. И их можно не только спрогнозировать, но и подготовиться, тем самым снизив риск дефолта.

Нет смысла говорить, как уберечь компанию от дефолта, если она изначально экономически несостоятельна, ее доходы постоянно меньше расходов, т.е. с самого начала обречена на смерть. Существование таких компаний возможно только при поддержке извне, например государство готово поддерживать стратегически важное для экономики предприятие по разным причинам; как правило, эти предприятия полностью контролируются государством (ГУПы). Например, это может быть единственный добытчик стратегически важного сырья, используемого в оборонной промышленности, добыча которого внутри страны обходится дороже, чем импортная продукция, но из-за соображений национальной безопасности такое предприятие обязано существовать — вдруг по каким-то причинам импорт прекратится. Благодаря тому что российский рынок имеет короткую историю, пока нет компаний, которые оказывались несостоятельными в силу кардинальных изменений

Рис. 2. Рынок рублевых облигаций: кредитные рейтинги эмитентов. Октябрь, 2008 г.



в технологиях, к которым они не успели вовремя адаптироваться. Большинство обреченных на гибель компаний, доставшихся в наследство от плановой экономики, уже прекратили свое существование в 1990-х.

Окажется компания в числе 10–20% неудачников или нет, зависит от многих факторов, как внешних, так и внутренних. При этом внешние факторы, прежде всего экономические, могут стать причиной несостоятельности компании в половине случаев. В российской практике порой резкое изменение для того или иного сектора оказывалось фатальным для небольших и недиверсифицированных компаний (ВИНАП, «Миннеско»).

Если на внешние факторы, находящиеся вне контроля (такие как рост национальной экономики, а в последнее время и мировой экономики), эмитент никак не может повлиять, то к ним можно только подготовиться, тем самым оказавшись среди 80–90% счастливцев. Например, не только внимательно следить, что происходит в стенах компании, но и отслеживать как минимум основные тенденции в экономике России и интересоваться, что происходит в мировой экономике, в которую мы все больше и больше интегрируемся. Если по каким-то причинам не удается организовать данный мониторинг в рамках компании, есть смысл обратиться к консультантам.

Понимание того, куда идет экономика и на какие факторы она реагирует, — важный момент при принятии стратегических решений. При замедлении экономики нет, например, смысла активно инвестировать в расширение мощностей или занимать под плавающую ставку, когда ожидается рост процентных ставок. И если правительство на протяжении последних лет заявляет о планах, например, ввести запретительные пошлины на вывоз какого-нибудь сырья или материалов, то имеет смысл сразу начать переориентировать производство на продукцию более высокого уровня передела, а не дожидаться, когда деятельность компании полностью остановится.

Среди внутренних факторов основной причиной дефолта является низкий уровень управления финансами. По разным оценкам, вклад данного фактора в общий уровень дефолтов составляет около трети. Основная причина дефолтов в России — агрессивная стратегия финансирования: долгосрочные проекты фондировались короткими деньгами. В результате многие компании загнали сами себя в финансовую ловушку, и некоторым собственникам пришлось расстаться с бизнесом. Многие компании допустили ошибки в общении с инвесторами. Это достаточно важный момент, который поможет в случае необходимости договориться о реструктуризации задолженности или уменьшении объема требований, предъявляемых по оферте.

Про стандартный набор требований к организации работы финансовой службы, риск-менеджмента, культуры общения с инвесторами много написано в профессиональной литературе. Такие сочетания из деловой литературы, как оперативное планирование, финансовое планирование, финансовый контроль, производственные планы, несколько вариантов прогнозных вариантов финансовой отчетности, долговая политика, план внешнего финансирования, прогноз продаж и т.п., должны стать реальностью для каждой компании, имеющей долгосрочные планы, поскольку на этом языке говорят инвесторы.

Отдельное внимание надо обратить на моменты, связанные с выбором правильного инструмента для финансирования деятельности, с краткосрочным финансовым планированием (ликвидностью компании), адекватной идентификацией рисков и чувствительностью финансовой модели предприятия к этим рискам. При размещении облигаций важно учитывать специфику своей деятельности и максимально синхронизировать выплаты по долгу с поступлениями денежных средств от основной деятельности предприятия. К сожалению, не всем компаниям это удается, и приходится подстраиваться под сезонность финансового рынка, в такой ситуации оптимальным вариантом может служить выпуск долга с амортизацией основной суммы долга. Важно обратить внимание на выплату процентов по долгу. Если операционный денежный поток менее чем в два раза превышает процентные платежи, то маловероятно, что эта компания в состоянии без помощи извне обслуживать свой долг, а если при этом сама величина долга в 4–5 раз превышает денежный поток, то лучше компании рассмотреть альтернативные

варианты финансирования: выпуск конвертируемых облигаций, частный долг, привлечение стратегического инвестора, продажа имущества. Важно отслеживать финансовое здоровье своих контрагентов, прежде всего банков: насколько они смогут исполнять свои обязательства и будут готовы предоставить финансирование, когда потребуются деньги, насколько они подвержены влиянию негативной ситуации в экономике, на рынках?

Человеческому фактору (недостаток профессионализма, небрежность, мошенничество и пр.), также отводится не последнее место среди причин дефолта. Данный фактор как помогал компаниям избежать дефолта, так и являлся основной причиной дефолтов. То, что мы не наблюдали до 2008 г. на рублевом рынке массовых дефолтов, скорее было аномалией, чем закономерностью. Подавляющее большинство компаний, оказавшихся в дефолте, не должны были выходить на рынок облигаций: из анализа предоставленной при размещении информации было неочевидно, что они смогут расплатиться. Низкий профессионализм со всех сторон (включая участников рынков) был одной из причин того, почему этим компаниям было дозволено выйти на рынок. Сейчас, похоже, рынок начал извлекать из этого урок. Инвестор, наученный печальным опытом дефолтов 2008 г., будет предельно требователен к раскрытию информации, кредитному качеству заемщика. Тем более что в ближайшее время на рынке диктовать условия будет инвестор. Первые результаты мы наблюдали уже в июне-июле 2008 г., когда на рынок стали выходить более подготовленные эмитенты, которые могли внятно рассказать о вариантах рефинасирования задолженности.

Если все же не удалось избежать финансовых проблем, то важно понять проблему: временная она или нет, если да, то важно быть готовым к переговорам с кредиторами об отсрочке. Неформальное решение проблем — не только российское изобретение, но широко используемая на Западе практика. Обычно на нее соглашаются в случае, если финансовые затруднения носят временный характер. Для этого у компании и ее собственников всегда должны быть убедительные аргументы для кредиторов. Например, если вплоть до последнего момента компании удалось заслужить доверие (активный диалог инвесторами; планы, регулярно подтверждаемые практикой; адекватная финансовая отчетность).