Дмитрий ХОТИМСКИЙ,
управляющий портфелем
ценных бумаг, Совкомбанк

Why Not Bankrupt?

О КАЧЕСТВЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА

Хороший отчет о кредитном качестве компаний должен, по сути, ответить на единственный вопрос «Why Not Bankrupt?». Или, по крайней мере, описать сценарии, при которых эмитент может разориться. За 15 лет работы на финансовых рынках я ни разу не видел подобного отчета. Отчеты аналитиков и презентации компаний в основном содержат историческую информацию о финансовых показателях и планы перспективного развития. Подобный формат подходит для презентаций акционерам, но не имеет никакого отношения к анализу кредитных рисков.

В зависимости от профиля заемщика стратегия анализа меняется. Так, анализ облигаций регионов требует подробного рассказа о бюджетном кодексе и резервном фонде. Финансовые показатели субъектов — это не более чем популярная статистика, слабо коррелированная с вероятностями банкротства. К примеру, проблемы у Московской области были связаны не с уровнем ее доходов или расходов, а с мошенничеством руководства региона. В субъектах с небольшими собственными доходами вероятность подобной практики изначально ниже, чем у регионов с большими доходами. Да и надежность получения ими федеральных дотаций гораздо выше, чем получение налогов на прибыль в самодостаточных регионах.

Если речь идет о «голубых фишках» — «Газпроме», Сбербанке, АИЖК, «ЛУКОЙЛе», «Магните» и других компаниях, — то вполне подойдет годовой отчет компании. Эти заемщики могут разориться только в условиях апокалипсиса — и сама идея анализа их кредитного качества абсурдна: такие компании пойдут на дно только после того, как обанкротятся те, кто их анализирует.

Для обычных корпоративных заемщиков очень важно четко обрисовать сценарии, при которых компания может разориться. Например, «ЛенСпецСМУ» будет иметь проблемы, только если цена квадратного метра в Петербурге опустится ниже $600. В этом случае долги превысят стоимость активов. Понимание этого факта важнее бесконечного числа финансовых таблиц. Например, я в подобный сценарий не верю — поэтому облигации «ЛенСпецСМУ» покупаю.

А вот просчитать, при какой цене металла может разориться компания «Евраз», у меня не получается. Будет ли Абрамович при негативном сценарии пополнять капитал компании, также не ясно. Даже агентство S&P не дает ответа на эти вопросы — хотя за свои отчеты они получают большие деньги. В итоге облигации «Евраза» я не покупаю, предпочитая еврооблигации НЛМК.

Удивительная компания РОСНАНО: проинвестировала $6 млрд в различные проекты, но ни одного проекта с понятным cash flow нет. Почему они не разорятся в будущем, абсолютно не понятно. Господин Чубайс рассказывает о чудесах нанотехнологий, но не о том, как он вернет деньги. И даже несмотря на госгарантии, покупка облигаций РОСНАНО выглядит как венчурная инвестиция.

Пожалуй, самое сложное — анализ средних банков. С одной стороны, их облигации предлагают очень привлекательную доходность, с другой стороны, степень раскрытия информации минимальна.

В теории банк может разориться, если у него проблемы с ликвидностью или он неплатежеспособен. Однако риски, связанные с отсутствием ликвидности, обычно минимальны, так как ЦБ контролирует этот вопрос и обычно предоставляет фондирование в сложных ситуациях.

Поэтому основной риск для банков — это insolvency, падение норматива достаточности капитала ниже 10%. При подобном негативном сценарии на помощь обычно приходят акционеры. Иногда они приносят собственные средства, а иногда получают кредит в банке и тут же вносят полученные средства в акционерный капитал. Правда, подобная схема называется «рисованием» капитала. ЦБ в теории должен проверять подобные сделки и начислять на них повышенные резервы. Тем не менее подобный маневр дает возможность банку существовать долгое время.

Банки принципиально отличаются тем, что некоторые из них уже «нарисовали» капитал, другие же этой опцией не пользовались. Возможность «нарисовать» капитал в критической ситуации гораздо больше у банков, которые ведут чистый бизнес и не выдают кредиты аффилированным структурам.

Еще один способ «нарисовать» капитал — пролонгировать плохой кредит. В теории подобный актив может вечно висеть на балансе. Например, облигации Правительства США погашать никто не собирается, но постоянный roll-over делает их самой надежной инвестицией.

Приведу несколько примеров на тему «рисования» капитала.

Банк «Авангард»

Огромные кредиты выдавались основному акционеру для выращивания солода. Это типичное «рисование» капитала.

«Национальный стандарт»

Интересная история, показывающая отношение компании к вопросу «Why Not Bankrupt». Большинство кредитов выданы на структуры миллиардера Льва Кветного. После вопроса «Почему ваш банк не разорится?» — меня просто попросили выйти с презентации. Так я оскорбил олигарха.

ДЛЯ УЛУЧШЕНИЯ КРЕДИТНОГО АНАЛИЗА АНАЛИТИКАМ НАДО СТАВИТЬ ЗАДАЧУ НЕ ОПИСЫВАТЬ КОМПАНИИ, А РАССЧИТЫВАТЬ СПРАВЕДЛИВУЮ СТОИМОСТЬ CDS

Банк Москвы

Уехавший в Лондон экс-президент Банка Москвы Андрей Бородин утверждает, что кредиты в России так трудно собирать, что лучше их выдавать на подконтрольные компании. Проблема только в том, что в кризис, когда банк разоряется, собирать кредиты со своих компаний вообще никто не будет. Именно в этом проблема подобных кредитов. Вкладчики банка, держатели облигаций и ЦБ должны быть уверены, что банк проявит максимум усилий в сборе денег в любой ситуации. И в том, что документы оформлены без ошибок. А аффилированные кредиты полностью противоречат этим принципам.

Московский Кредитный Банк (МКБ)

В 2010 году менеджмент МКБ на вопрос, откуда у основного бенефициарного владельца банка Романа Авдеева $200 млн, отвечал, что деньги получены от продажи земли на Рублевке. И предоставлял информацию о крупнейших заемщиках — все первоклассные компании. В 2011 году в число крупных компаний попали малоизвестные девелоперы. Капитал вырос еще на $200 млн, также полученных от «продаж земли на Рублевке». В 2012 Рублевка дала еще $300 млн. Естественно, возникает вопрос, не является ли капитал фиктивным, то есть полученным не от продаж земли, а за счет получения кредитов на собственные компании.

НОМОС-БАНК

Банк размещает облигации. Капитал составляет 60 млрд руб. Выдано на аффилированные структуры 43 млрд руб. Вывод: почти весь капитал «нарисован».

Банки потребительского кредитования

В качестве положительного примера отмечу банки, занимающиеся потребительским кредитованием. Они не работают с юрлицами и обычно не имеют возможности незаметно «рисовать» капитал. С ними анализ обычно сводится к простому вопросу: «При каком уровне дефолтов банк разорится?»

В целом можно сказать, что банки, если они хотят получать дешевые деньги, должны подробно раскрывать информацию о крупнейших заемщиках и источниках происхождения капитала. Это гораздо важнее красочных презентаций о постоянном росте активов.

Для улучшения кредитного анализа аналитикам надо ставить задачу не описывать компании, а рассчитывать справедливую стоимость CDS. Анализ CDS сразу делает описание радужных перспектив компаний не релевантным, а, наоборот, подразумевает изучение маловероятных сценариев банкротства компаний. Именно это и необходимо для анализа облигаций.

Компании должны не только освещать планы своего развития, но и честно отвечать на вопрос «Why Not Bankrupt?». Именно вокруг этой темы должны строиться все отчеты. А финансовые директора на сайте своих компаний могут выкладывать интервью, в которых дается ответ на этот вопрос. Тогда рынок станет гораздо прозрачнее и стоимость заимствований снизится. И конечно, хотелось бы увидеть отчеты средних банков, содержащие честную информацию о происхождении капитала, ведь именно за счет облигаций таких банков можно значительно увеличить доходность облигационного портфеля.