Михаил Галкин,
директор отдела анализа рынка облигаций, МДМ-Банк

ИНТЕРЕСНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

НА РАЗВИТЫХ ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ, ОТКУДА ПОЗАИМСТВОВАН ТЕРМИН DISTRESSED BONDS, ПОД НИМ ПОНИМАЮТСЯ ФИНАНСОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА КОМПАНИИ, КОТОРАЯ ЛИБО УЖЕ ДОПУСТИЛА ДЕФОЛТ И/ИЛИ НАХОДИТСЯ В ПРОЦЕССЕ БАНКРОТСТВА, ЛИБО С ВЫСОКОЙ ВЕРОЯТНОСТЬЮ МОЖЕТ ОКАЗАТЬСЯ В ТАКОЙ СИТУАЦИИ. БОЛЕЕ ФОРМАЛЬНОЕ ОПРЕДЕЛЕНИЕ DISTRESSED-ДОЛГА, ПОЗВОЛЯЮЩЕЕ ЧЕТКО ОБОЗНАЧИТЬ ГРАНИЦЫ ЭТОГО СЕГМЕНТА РЫНКА, ЗВУЧИТ ТАК: ОБЯЗАТЕЛЬСТВА СО СПРЕДОМ БОЛЕЕ 10 П.П. К БАЗОВЫМ АКТИВАМ.

В дальнейшем мы будем говорить о distressed-облигациях именно в контексте последнего определения. Кстати, наши настойчивые попытки найти адекватный «звучный» эквивалент английскому distressed пока не увенчались успехом. Слово «distress» российские словари определяют как стресс, связанный с негативными эмоциями и действиями. Соответственно, причастие «distressed» точнее всего можно было бы перевести как «страдающий», «удрученный», «подавленный».

Общеизвестно, что на развитых долговых рынках существуют специальные фонды или команды/подразделения в структуре крупных финансовых институтов, занимающиеся исключительно distressed-долгами, в том числе долгами уже допустивших дефолт компаний. Они часто называют себя «special situations».

В конце мая 2007 г. (незадолго до того, как разразился кредитный кризис) журналисты Bloomberg написали интересную заметку[1)] о том, что крупные международные банки и брокеры (Goldman, UBS, Citi, BNP, ABN) серьезно увеличили команды по работе с distressed-долгами. Сделать это их побудили рекордно узкие спреды на долговых рынках. Опытные банки понимали, что такой перегрев рынка неизбежно должен закончиться его «разворотом».

И еще один немаловажный факт: если в июне 2007 г. объем distressed-облигаций в США составлял скромные $4 млрд, то на начало апреля 2008 г. он достиг примерно $120 млрд (рост в 30 раз!). В данном случае имеются в виду облигации со спредом более 10 п.п. к кривой US Treasuries.

КРИТИЧЕСКУЮ МАССУ НАБРАЛИ ГОД НАЗАД

До 2007 г. distressed-облигации были редкостью на российском рынке. Первую волну роста этого сегмента мы отметили в первом квартале 2007 г., когда впервые посвятили ему специальный комментарий. Вторая, более мощная волна началась в августе-сентябре 2007 г. по понятным причинам. По нашим оценкам, с начала 2007 г. по апрель 2008 г. число таких выпусков выросло с 9 до 77. С точки зрения объемов, рост сегмента был пропорциональным — с 12 до 105 млрд руб.

РОСТ СЕГМЕНТА ОБУСЛОВЛЕН НЕ ТОЛЬКО ПРОБЛЕМАМИ С РЕФИНАНСИРОВАНИЕМ

Безусловно, наложив на график с динамикой сегмента distressed-облигаций индикатор доступности ликвидности (например, ставку overnight), можно заметить достаточно четкую корреляцию. Действительно, в феврале-марте 2007 г. мы наблюдали «сжатие» рублевой ликвидности, затем в апреле-июле приток капитала под банковские IPO и аукционы по активам «ЮКОСа» наводнил рынок

[1)] *«Looming Crash Prompts Jump in Distressed Debt Hiring» от 30 мая 2007 г.*

дешевыми рублями, а с августа системные риски рефинансирования вновь начали расти в связи с раскручиванием спирали глобального кредитного кризиса и кризиса ликвидности.

Однако, на наш взгляд, ухудшение доступности заемных средств — не единственная причина беспрецедентного для России разрастания сегмента. Среди других важных факторов — качественные характеристики роста рынка облигаций и недостаточная «гибкость» инвесторов.

В наиболее «горячий» период — с 2005 г. по июль 2007 г. — ключевой «точкой роста» рынка рублевых облигаций были второй-третий эшелоны. Многие из таких выпусков размещались среди небольшого числа инвесторов, заполнявших свои лимиты «под завязку». С технической точки зрения, это делало выпуски очень уязвимыми к «провалам», тем более если учитывать «негибкую» систему лимитов у ключевых участников рынка.

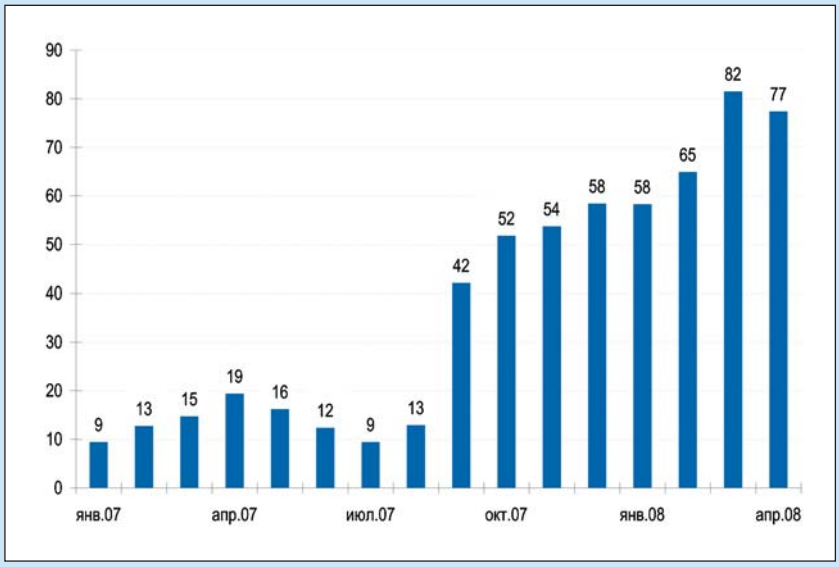
В большинстве российских банков — крупных держателей облигаций второго-третьего эшелонов — решение о торговых лимитах на каждого эмитента принимается отдельно, а контролируют лимиты риск-менеджеры, напрямую не заинтересованные в прибыльности торговых операций с облигациями.

Часто при установке лимитов на облигации отсутствует связь между ожидаемой доходностью от инвестиций и риском. В таком случае получается, что у финансового института просто есть некая граница допустимого кредитного риска, который можно принять на рынке облигаций. Некоего лимита для кредитного риска высокого уровня, пусть и с более значительной требуемой доходностью, при этом нет. Это достаточно странно, ведь те же банки занимаются различными видами коммерческого кредитования, прекрасно понимая, что различным группам заемщиков (население, малый и средний бизнес, крупные корпорации) соответствуют разные уровни риска, и успешно решают эту проблему с помощью дифференцированной процентной/лимитной политики.

В случае если появляется какая-либо негативная новость о том или ином эмитенте, риск-менеджеры предпочитают сокращать или закрывать лимиты на компанию — ведь их (риск-менеджеров) положение ухудшится, если произойдет «кредитное событие», и не улучшится, если его не произойдет.

После сокращения лимита трейдеры вынуждены ликвидировать позиции в облигациях по любой цене, что в отсутствие на рынке свободных лимитов может привести к очень глубокому «проседанию» котировок и росту доходностей. В результате возникает «рыночная неэффективность», открывающая весьма заманчивые возможности для «гибких» инвесторов.

График 1. Среднемесячное колличество выпусков с доходностью выше 16% годовых и их объем, млрд руб.



ВОЗМОЖНОСТИ: КАК ИМИ ПОЛЬЗОВАТЬСЯ?

Собственно, для успешной работы с distressed-облигациями необходимы две ключевые составляющие — гибкая система лимитов и аналитические ресурсы.

Алгоритм действий инвестора, на наш взгляд, должен выглядеть следующим образом.

Этап 1. Выявление высокодоходных облигаций.

Этап 2. Определение событий, в результате которых по облигациям сформировалась столь привлекательная доходность. Кто ликвидировал позиции — один или несколько инвесторов? Было ли это вызвано какими-то новостями, связанными непосредственно с компанией-заемщиком, или боязнью возросших отраслевых рисков? Или продажи в облигациях вообще не связаны с кредитными рисками? Желательно побеседовать на эту тему с «вовлеченными» в выпуск участниками рынка и организатором. От итогов этого этапа зависит эффективность дальнейшего анализа.

Этап 3. Кредитная аналитика, попытка ответить на вопрос о том, с какой вероятностью эмитент выполнит свои обязательства в срок и в полном объеме. Здесь, безусловно, крайне необходима беседа с эмитентом и «покрывающими» компанию аналитиками, а также анализ любой доступной информации о заемщике. В процессе кредитного анализа мы не рекомендуем зацикливаться на расчете показателей долговой нагрузки (в том числе «магического» соотношения «долг/EBITDA»). На наш взгляд, следует внимательно проанализировать все доступные компании источники ликвидности.

- Рефинансирование. Банки, вовлеченные в финансирование заемщика, как правило, в критической ситуации могут согласиться на пролонгацию кредита, если альтернативой будет дефолт/банкротство. Помочь с поиском рефинансирования может наличие у компании активов, свободных от залога. При прочих равных лучше, если среди ключевых кредиторов компании есть богатые ликвидностью крупные банки.
- Внутренние источники. Здесь речь в первую очередь может идти о продаже тех или иных активов компании, кроме того — о наращивании «кредиторки» и сокращении инвестпрограммы.
- Средства акционеров. Собственники, заинтересованные в «спасении» своей компании, могут предоставить ей кредит, сделать взнос в капитал, в крайнем случае — продать акции более сильной группе.

На самом деле, ключевым фактором в кредитном анализе эмитента distressed-облигаций, в том числе при ответе на поставленные выше вопросы, является не столько уровень долговой нагрузки, сколько понимание того, представляют ли акции компании сколько-нибудь значительную ценность, то есть превышает ли стоимость ее бизнеса (enterprise value) объем долговых обязательств. Именно это во многом будет определять мотивацию собственников, менеджмента и кредиторов по «спасению» эмитента.

Для компаний с крупным портфелем ликвидных активов (недвижимость, торгуемые ценные бумаги) в качестве грубой оценки подойдет сравнение рыночной стоимости этих активов с объемом обязательств. Если акции компании торгуются на бирже и ликвидны, можно просто проанализировать динамику капитализации (чем ближе она к нулю, тем выше риск). Если же компания непубличная, следует взглянуть на среднеотраслевые мультипликаторы EV/EBITDA, которые рассчитываются большим количеством брокеров по публично торгуемым компаниям. Если соотношение «чистый долг/EBITDA» у компании близко к среднеотраслевому EV/EBITDA, это означает, что, возможно, стоимость equity компании близка к нулю. Кстати, анализ этих мультипликаторов подсказывает, что при прочих равных быстрорастущие розничные компании могут позволить себе более высокий уровень долга в терминах «долг/EBITDA» по сравнению, скажем, с машиностроительной или металлургической корпорацией.

Еще одно важное и, возможно, не самое очевидное соображение: несмотря на то что формально облигации субординированы по отношению к обеспеченным долгам компании, на практике (в том числе из-за отсутствия дефолтов) эмитенты воспринимают задолженность по облигациям как приоритетную, так как дефолт по ней сопряжен с очень высокими репутационными рисками.

Этап 4. На последнем этапе анализа необходимо сопоставить полученные оценки кредитного риска и доходности, а также сравнить относительную привлекательность бумаги с другими возможностями в distressed-сегменте.

КТО СЕЙЧАС АКТИВЕН В ДАННОМ СЕГМЕНТЕ?

По нашим наблюдениям, на практике наиболее активно рублевыми distressed-облигациями торгуют лондонские хедж-фонды, банки-нерезиденты с «общим» лимитом на российский риск, а также небольшие российские управляющие компании, фонды и физические лица. Насколько мы понимаем, российские банки тоже постепенно увеличивают «гибкость» и принимают более активное участие в данном сегменте рынка. Например, в начале 2007 г. в МДМ-Банке был открыт специальный торговый лимит для этой категории облигаций.

Кстати, к сожалению, еще одной важной категорией инвесторов в distressed-облигации являются сами эмитенты, которые начинают скупать свои бумаги через аффилированные банки и компании, когда видят, что их (бумаг) доходность превышает доходность их основного бизнеса. Более того, инвесторы нередко приветствуют «поддержку» эмитентами своих «провалившихся» облигаций. На наш взгляд, практика «тайной» скупки облигаций эмитентами является очевидным примером недостаточно высокой культуры на российском долговом рынке. Мы надеемся, что настанет момент, когда любые действия эмитентов на вторичном рынке будут публично анонсироваться, а сами эмитенты будут стараться поддерживать котировки более цивилизованными способами (встречи с инвесторами, регулярное и своевременное раскрытие информации).

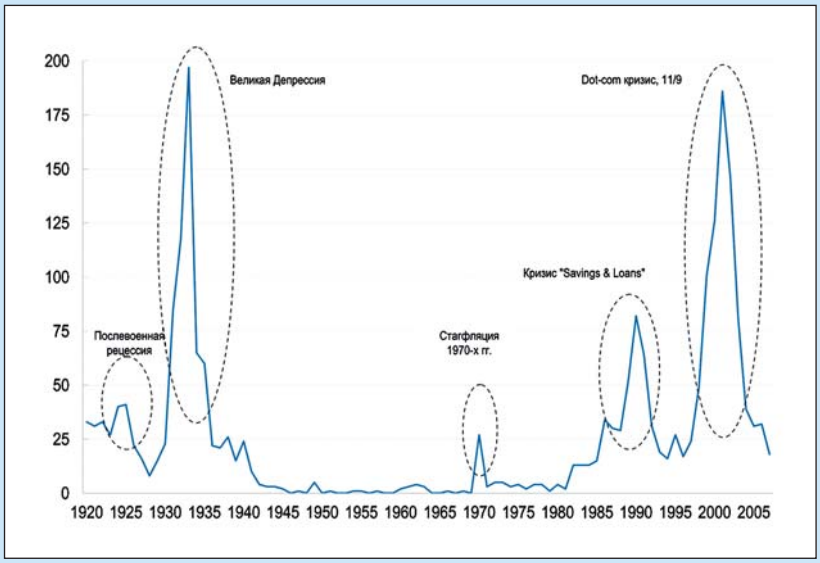
ДЕФОЛТЫ: ЧТО, ГДЕ, КОГДА?

Рассуждения по поводу дефолтов в российских облигациях — тема достаточно «избитая». Рискуя показаться неоригинальными, мы, тем не менее, хотели бы поделиться нашими мыслями по этому поводу.

Согласно теории вероятности, на рынке с примерно 500 различными заемщиками, около трети которых — рискованные компании (B/CCC в терминах рейтингов), дефолты должны быть событием вполне регулярным и ординарным. Тем не менее, с 2000 г. дефолтов в рублевых облигациях практически не было. Единичные случаи были не совсем «настоящими» в том смысле, что были обусловлены скорее действиями регуляторов, а ущерб, понесенный неаффилированными с эмитентами инвесторами, был минимален.

Причина в том, что кредитные риски российских заемщиков очень тесно коррелируют между собой. И Россия в этом смысле не уникальна. В периоды благоприятной экономической конъюнктуры, доступности кредитов и высоких equity-мультипликаторов дефолты, как правило, редки в любой стране. Ниже представлена диаграмма, отражающая число дефолтов по бумагам американских заемщиков, отрейтингованных агентством Moody's.

График 2. Число дефолтов по бумагам американских заемщиков, отрейтингованных агентством Moody's



На Графике 2 видно, что периоды с низким количеством дефолтов могут иногда длиться десятилетиями.

Мы думаем, что пока российская экономика не столкнется с замедлением роста и резким снижением equity-аппетита, дефолты в российских облигациях по-прежнему будут редкими событиями. И связаны они будут скорее с действиями регуляторов (налоговые претензии, отзыв лицензий, расследования и так далее), чем с естественными «рыночными» процессами.