***Алексей Демкин,***
*исполнительный директор*
*департамента исследования долговых рынков,*
*ИБ «ТРАСТ»*

# Стоит ли бояться ДЕФОЛТОВ?

**ПРОЩАЙТЕ, ДЕФОЛТЫ?**

Каждый раз, когда возникают проблемы с ликвидностью на рынке, сразу же встает вопрос о росте риска дефолта эмитентов. Похоже, что и в этот раз обошлось без неприятностей — ситуация с ликвидностью постепенно начинает стабилизироваться, часть мнимых и не мнимых страхов либо уходят в прошлое, либо забываются до очередного обострения ситуации с ликвидностью. В любом случае в настоящее время можно ожидать снижения рисков рефинансирования. Абстрагируясь от возможных негативных внешних шоков, возможное очередное сжатие ликвидности мы ожидаем не ранее второй половины июля: платеж квартального НДС плюс начало традиционного сезонного сжатия ликвидности во второй половине лета. Однако ожидаемый высокий приток валюты в свете рекордно высоких цен на энергоносители позволяет надеяться на то, что проблемы не будут столь болезненными. Хотя возможны риски, которые в настоящее время мы либо недооцениваем, либо о которых мы даже не подозреваем.

По мере возвращения уверенности внимание инвесторов начинает переключаться на поиск все еще недооцененных качественных выпусков на вторичном рынке, а также на первичные размещения, на которых, возможно, инвесторам будет предлагаться интересная премия. Возможно, окно, приоткрывшееся для размещения новых выпусков во второй половине апреля, также облегчит компаниям невысокого кредитного качества рефинансирование если не на рынке облигаций, то, по крайней мере, либо за счет кредитов, либо других инструментов (продажа доли в компании, гибридное финансирование).

**И ВСЕ ЖЕ ПРО ДЕФОЛТЫ НЕ СТОИТ ЗАБЫВАТЬ**

Тем не менее, хотелось бы обратить внимание на то, что для ряда эмитентов риск рефинансирования по-прежнему актуален, и, возможно, тема дефолтов лишь уходит на второй план. Надолго ли?

Тема дефолтов очень любима участниками рынка, однако за новейшую историю так ни одного серьезного дефолта не произошло (было несколько примеров, но они практически не затронули участников рынка). Призрак дефолта сопутствует рынку практически с самого начала его существования: вспомнить хотя бы ситуацию с «Сибуром» в декабре 2002 г., когда до последнего дня было непонятно, выполнит ли компания свои обязательства перед держателями облигаций. Данный эпизод из истории рынка был весьма показателен: если держателям рублевых облигаций благодаря смене собственника удалось получить обратно свои деньги и заработанный купон, то банкам-кредиторам не оставалось ничего, кроме как согласиться на реструктуризацию задолженности. Тем не менее, данная ситуация не помешала компании вернуться

на рынок облигаций уже в 2006 г. Данная ситуация повторялась с другими эмитентами на протяжении последних лет, в том числе и в ситуациях с благоприятной ликвидностью. На памяти участников рынка максимум два-три десятка примеров, когда ситуация вокруг возможного дефолта разрешилась в самый последний момент, при этом хорошенько потрепав нервы участникам рынка.

В последнее время ситуация благоприятствует российской экономике. Ждать волны дефолтов не приходится. Тем не менее, для ряда эмитентов ставка заимствования выросла до запредельного для них уровня, и в настоящее время они раздумывают, как бы без лишнего привлечения публичного внимания покинуть рынок долговых обязательств на время, чтобы потом вернуться. Так, ставку 15–20% и выше в течение длительного времени может себе позволить далеко не каждый заемщик. Именно снижение ставки заимствования три года назад послужило сигналом для активного выхода эмитентов третьего эшелона на рынок облигаций. Сейчас мы наблюдаем обратный процесс.

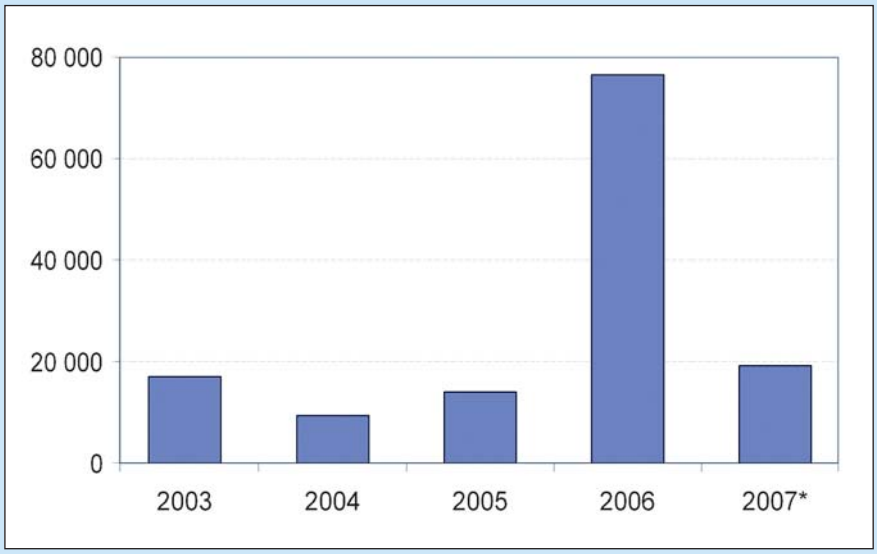
## СКОЛЬКО ДЕФОЛТОВ?

То, что дефолтов нет на рынке облигаций, не означает, что их нет совсем. Безусловно, дефолты регулярно происходят и происходят давно: пик предположительно пришелся на 1998–1999 гг., и в тех экономических условиях это было «нормальным» явлением. Если бы публичный дефолт произошел в 2001–2002 гг., это никого бы не удивило и не вызвало бы большого резонанса.

Точное количество дефолтов подсчитать невозможно, и даже дать ответ на вопрос, увеличивается число дефолтов или снижается, не так непросто. Не помогает в этом и доступная статистика банкротств, которая сильно подвержена влиянию изменений в законодательстве (см. диаграмму). Учитывая благоприятную экономическую ситуацию и статистику (например, снижение просроченной кредиторской задолженности), можно сделать вывод, что их число все же снижается.

В то же время возьмем на себя смелость предположить, что так называемые «скрытые» дефолты (заемщик не в состоянии рефинансировать долг самостоятельно, и кредитор вынужден пролонгировать кредит) случаются регулярно, и они никогда не найдут отражение ни в какой статистике.

*Количество принятых решений о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства*




** Снижение произошло из-за принятия Постановления Пленума ВАС РФ №67 от 20.12.2006 «О некоторых вопросах приктики применения положений законодательства о банкротстве отсутствующих должников и прекращении недействующих юридических лиц».*
*В 2006 г. поступило 67.8 тыс. заявлений о признании банкротами отсутствующих должников.*
*Источник: ВАС РФ*

Риск дефолта вырос в последнее время. Об этом могут свидетельствовать примеры того, как компании в срочном порядке стали предпринимать шаги, позволяющие избежать дефолта. В частности, ряд компаний занялся реструктуризацией бизнеса, продажей непрофильных активов, поиском новых инвесторов и собственников. Большинство этих шагов были сделаны под давлением кредиторов.

## САМ СЕБЕ КОНКУРСНЫЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ

Как показывает практика, кредиторы предпочитают урегулировать ситуацию с должниками вне стен суда, и причина заключается в неповоротливом законодательстве, которое в недостаточной мере защищает права кредиторов и, прежде всего, владельцев облигаций. Чтобы принять решение о банкротстве, завершить конкурсное производство, может потребоваться не менее полутора лет, при этом не факт, что держатели облигаций получат деньги, хотя бы соизмеримые с их требованиями. Как правило, кредиторы предпочитают не выпускать ситуацию из-под своего контроля, предлагая должнику набор инвестиционно-банковских услуг от реструктуризации долга до реорганизации бизнеса или распродажи всех активов. В такой ситуации и кредиторам, и должнику выгодно рефинансировать публичный долг непубличным долгом и заняться его реструктуризацией, а опыт работы с должниками непубличных долгов у кредиторов есть.