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

Павел Пикулев,
вице-президент, ИБ «ТРАСТ»

Где ДЕФОЛТЫ?

ФАКТИЧЕСКИ С САМОГО НАЧАЛА СУЩЕСТВОВАНИЯ РУБЛЕВОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА ИНВЕСТОРОВ ИНТЕРЕСУЕТ ОДИН ОЧЕНЬ ВАЖНЫЙ ВОПРОС. ПОЧЕМУ НА РУБЛЕВОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ДО СИХ ПОР НЕ СЛУЧАЛОСЬ РЕАЛЬНЫХ ДЕФОЛТОВ? ВСЕ МЫ ЗНАЕМ, ЧТО КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО ОЧЕНЬ МНОГИХ ЗАЕМЩИКОВ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА, МЯГКО ГОВОРЯ, ОСТАВЛЯЕТ ЖЕЛАТЬ ЛУЧШЕГО. У ЭМИТЕНТОВ НЕТ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ, ОНИ НЕ ПРЕДОСТАВЛЯЮТ ОТЧЕТНОСТИ ПО МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ, В ЛУЧШЕМ СЛУЧАЕ ПРЕДЛАГАЯ ВЗАМЕН НЕАУДИРОВАННУЮ «УПРАВЛЕНЧЕСКУЮ ОТЧЕТНОСТЬ», ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА РЯДА КОМПАНИЙ ПРЕВЫШАЕТ ВСЕ РАЗУМНЫЕ РАМКИ; ТЕМ НЕ МЕНЕЕ, ВСЕ, ЧТО МЫ ВИДЕЛИ ДО СИХ ПОР, — ЭТО ЛИШЬ НЕСКОЛЬКО ТЕХНИЧЕСКИХ ДЕФОЛТОВ И НИ ОДНОГО РЕАЛЬНОГО. ПОЧЕМУ ТАК ПРОИСХОДИТ?

В связи с глобальным финансовым кризисом актуальность данного вопроса возросла. В 2008 году погашаются либо проходят через оферту рублевые облигации на сумму около 575 млрд руб. (40% рынка негосударственных облигаций), в том числе на облигации третьего эшелона приходится 300 млрд руб. В условиях, когда первичный рынок закрыт, а оферты (с учетом «возвращаемых» бумаг) стабильно исполняются более чем на 50%, эмитентам приходится гораздо труднее, чем раньше. В этой связи инвесторов как никогда интересует, как будут «выкручиваться» эмитенты, и сколькие из них так и не смогут решить проблему рефинансирования.

Помимо прочего, для российских эмитентов заметно возросла стоимость заимствований: для представителей третьего эшелона — по меньшей мере на 250–500 б.п., для компаний первого

и второго эшелонов — на 100–150 б.п. и 200–250 б.п. соответственно. В результате некоторые компании третьего эшелона с высокой долговой нагрузкой, рефинансируясь по новым ставкам, не в состоянии обслуживать долг.

Ниже в данном обзоре изложена наша точка зрения по данной проблеме, объясняющая, почему мы до сих пор не видели дефолтов, а также почему мы не ждем значительного их количества в ближайшее время, несмотря на проблемы на финансовых рынках.

Мы сознательно поименно не называем потенциально «проблемных» компаний, чтобы не осложнять им и без того непростую жизнь в поисках финансирования. Согласно нашему анализу, в зоне риска не так уж много имен. Мы также обращаем внимание, что если компания все же в нее попадает, это вовсе не значит, что дефолт неминуем.

Во избежание недоразумений мы бы хотели сделать специальную оговорку относительно того, о каких дефолтах идет речь. В данном обзоре мы изучаем лишь случаи «ординарных» дефолтов, вызванных неспособностью хозяйствующего субъекта финансировать свою текущую деятельность и рефинансировать свой долг (то есть говорим только о кредитном риске). Наше исследование не касается любых дефолтов, связанных с активностью правоохранительных и налоговых органов, а также любых иных конфликтных историй хозяйствующих субъектов с государством или между собой.

График 1. Торговый баланс и счет текущих операций (цена Urals $80 и $100 за баррель)

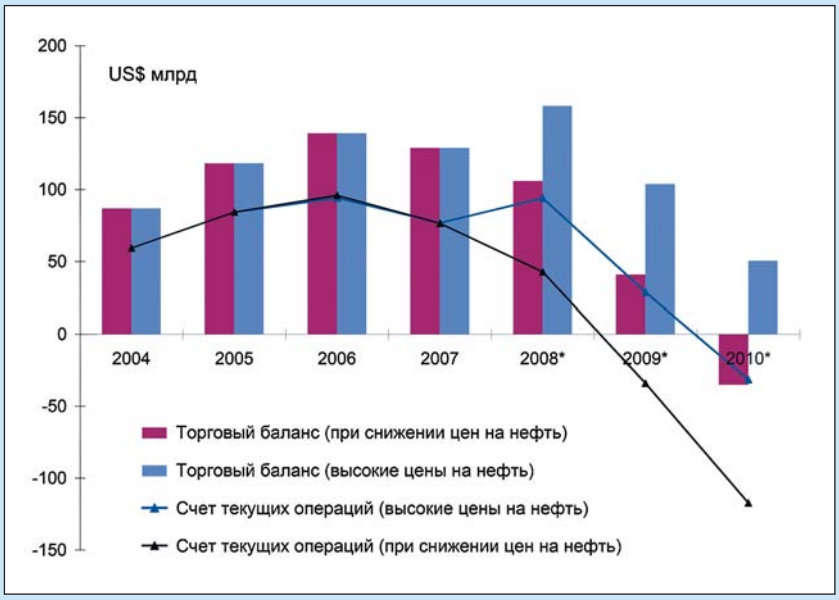
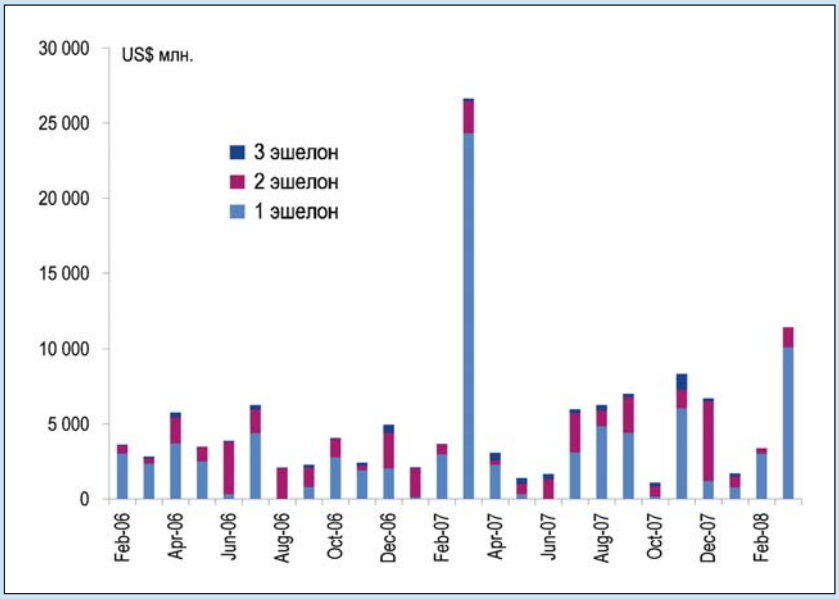


График 2. Активность на рынке синдицированных кредитов



НЕ ТАК СТРАШЕН ЧЕРТ...

Начать наш обзор мы бы хотели с того, что объективное влияние глобального кризиса на внутренние финансовые рынки все еще скромнее, чем опасались многие. Рынок публичных внешних заимствований закрыт для большинства заемщиков вот уже более полугода, тем не менее, все заемщики пока худо-бедно справляются с обслуживанием своих обязательств, хотя возможности по рефинансированию снизились в разы. Даже состояние рублевой ликвидности в марте оказалось не столь ужасным, как рисовали в прогнозах многие аналитики, объясняя это пиком платежей по внешнему долгу, который приходится на этот месяц. Март закончился, а объем задолженности перед ЦБ даже близко не подобрался к прошлогодним максимумам. Причин тому несколько, и все они очень просты.

Первая причина, конечно же, заключается в том, что цены на нефть в очередной раз с легкостью опровергли все пессимистичные прогнозы и уверенно перешагнули через отметку в $100 за баррель. Этот факт просто не мог не сказаться на торговом балансе и счете текущих операций. Если при среднем уровне цен на нефть марки Urals на уровне $80 за баррель наш прогноз по сальдо торгового баланса составляет +$106 млрд по итогам 2008 года, то при стоимости нефти около $100 баррель, даже с учетом роста импорта, сальдо торгового баланса вырастает до +$158 млрд. Существенная прибавка к валютному пайку, которым живет Российская Федерация. Что касается счета текущих операций, то, согласно нашим расчетам, выход этого показателя в зону отрицательных значений при текущих ценах на нефть отодвигается как минимум до 2010 года.

Согласно нашим расчетам, российские компании и банки в 2008 году должны заплатить по внешнему долгу сумму, эквивалентную $80 млрд (включая основной долг и проценты по нему, но исключая обязательства по расчетам). При ценах на нефть на уровне $80 за баррель сумма, подлежащая уплате в счет обслуживания внешнего долга, лишь немногим ниже ожидаемого сальдо торгового баланса ($106 млрд). А если учитывать тот факт, что при ценах на нефть в районе $80 за баррель в Резервный фонд

Таблица 1. Примеры последних сделок

Заемщик	Объем кредита ($ млн)	Ставка (б.п.)	Срок (лет)
X5 Retail Group	1 100	LIBOR+225	3
АЛРОСА	350	LIBOR+225	1
Базовый Элемент	750	LIBOR+325	3
Газметалл	665	LIBOR+100	5
Газпромбанк	300	LIBOR+65	3
Евраз Холдинг	2 714	LIBOR+180	5
ИНТЕР РАО ЕЭС	130	LIBOR+125	1
Мастер-Банк	25	LIBOR+200	1
РЖД	550	LIBOR+55	3
РосЕвроБанк	23	LIBOR+290	1
Роснефть	3 000	LIBOR+95	5
РУСАЛ	4 500	LIBOR+100	2
УРСА Банк	75	LIBOR+120	2
Ханты-Мансийский банк	63	LIBOR+100	1

Источник: Cbonds, ИБ «ТРАСТ»

и Фонд будущих поколений должно было бы быть перечислено порядка $85 млрд, то в распоряжении корпораций и банков для платежей по внешнему долгу осталось бы лишь чуть более $20 млрд из всех внешнеторговых денег. При ценах на нефть около $100 за баррель оставшиеся после перечисления в вышеуказанные фонды ресурсы покрывают почти половину всей потребности российского частного сектора в рефинансировании.

Вторая причина, почему проблема рефинансирования внешнего долга оказалась не столь острой и почему до сих пор ее влияние на внутренние финансовые рынки не было критичным, — это рынок синдицированных кредитов.

Как это ни удивительно, тяжелая ситуация на мировых рынках и проблемы многих западных банков пока не сильно отразились на рынке синдицированных кредитов. Более того, с закрытием осенью прошлого года первичного рынка еврооблигаций активность на рынке синдицированных кредитов даже выросла. Особенно это касается кредитов компаниям и банкам среднего кредитного качества. С начала 2008 года российские компании и банки привлекли на рынке синдицированных кредитов $16.5 млрд, а с учетом пролонгированных кредитов «Роснефти» — и все $20 млрд. Эта сумма покрывает большую часть потребности в рефинансировании внешнего долга за этот период.

В ситуации с синдицированными кредитами настораживают чрезвычайно низкие процентные ставки. Спреды по синдицированным кредитам, как видно из Таблицы 1, существенно уже, чем спреды на рынке облигаций и спреды по CDS. Коллеги из западных банков дали нам два разумных объяснения данному феномену.

Во-первых, во многих случаях LIBOR + некий спред — это не все, что платит заемщик. Зачастую полная цена сделки кроме процентов включает в себя комиссионные и иные платежи. До кризиса комиссия составляла порядка 0.5%, сейчас — около 1%. Кроме того, имеют значения договоренности относительно совместного участия в других бизнес-проектах, политические соображения и так далее.

Во-вторых, рынки торгуемых долговых инструментов (и производных на них) очень далеко отстоят от кредитного рынка. Специалистов, которые бы одновременно разбирались как в кредитном рынке, так и в облигациях, практически нет. По этой причине обстановка на облигационных рынках не оказывает прямого воздействия на кредитную активность. В такой ситуации организаторы кредитных сделок ориентируются прежде всего на собственные цели и приоритеты. Например, «статусность» и политическую значимость клиента. Кроме того, имеет значение то, как смотрится клиент на фоне других составляющих кредитного портфеля.

Основным риском в данной ситуации является, на наш взгляд, непредсказуемость рынка синдицированных кредитов. Из-за больших убытков, связанных с ипотечным кризисом, капитал большинства крупных западных банков серьезно пострадал. По этой причине, а также из-за того что банки вынуждены сейчас концентрироваться на проблеме ликвидности, их кредитная активность на глобальном уровне падает, и в этой связи возникает вопрос, не закроется ли рынок синдицированных кредитов для российских заемщиков позднее.

Ответить на последний вопрос довольно сложно. Рынок синдицированных кредитов непрозрачен, и его движущие силы не всегда имеют рыночный характер. В таких условиях трудно прийти к обоснованному мнению относительно будущей доступности синдицированных кредитов для российских заемщиков. Единственное, что мы можем сделать в данной ситуации, это поделиться точкой зрения наших западных коллег.

- В связи с тем что глобальные финансовые институты сами испытывают трудности, доступ к синдицированному кредитованию, безусловно, будет сложнее, чем еще полгода назад.
- Российские компании и банки — далеко не первые кандидаты на «выкидывание» из списка потенциальных заемщиков, поэтому им, вероятно, удастся рефинансировать большую часть своих займов. Причин тому несколько: во-первых, все «топовые» российские имена — слишком важные клиенты, чтобы их так просто терять, во-вторых, даже средние и небольшие (по меркам рынка внешнего долга) российские компании смотрятся очень выигрышно с точки зрения кредитного качества на фоне других потенциальных заемщиков.
- Не исключен некоторый рост процентных ставок в сегменте синдицированного кредитования.

Обобщая вышесказанное, хотелось бы отметить, что, на наш взгляд, до конца 2008 года российские заемщики будут бороться не столько за рефинансирование внешнего долга, сколько за его дальнейшее наращивание. Особенно это касается крупнейших компаний и банков с государственным участием. В этой связи хотелось бы призвать заемщиков к осмотрительности и обратить их внимание на ситуацию в Казахстане. Лучше учиться на чужих ошибках...

TOO SMALL TO FALL

Помимо того что глобальный кризис еще не слишком серьезно сказался на внутренних российских финансах, мы видим несколько причин тому, что рублевый долговой рынок до сих пор не видел настоящих дефолтов. Первая причина — внутренний российский долговой рынок еще слишком мал. По большому счету, он лишь «пробник», приятное дополнение к другим, более серьезным источникам финансирования.

Таблица 2. Структура российского негосударственного долга

Вид долговых обязательств	Сумма, млрд руб.	% ВВП
Внутренние корпоративные кредиты	9 046	27
Российские межбанковские кредиты и депозиты	2 807	9
Внешние синдицированные кредиты (корпорации и банки)	3 377	10
Еврооблигации (корпорации и банки)	2 102	6
Рублевые облигации (корпорации и банки)	1 376	4
Всего	18 708	57
ВВП	32 990	

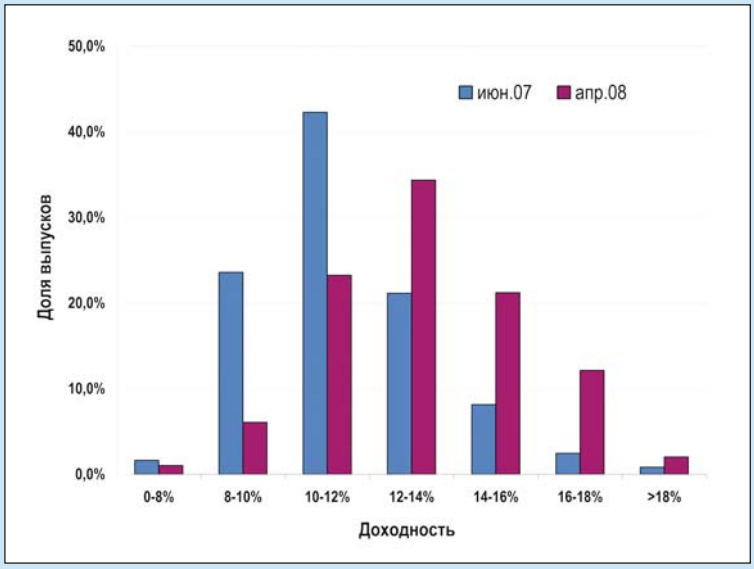
Источник: ЦБ РФ, ФСГС, ИБ «ТРАСТ»

Рублевые облигации образуют лишь незначительную часть долга российских корпораций и банков. Совокупный объем этого рынка составляет 4% ВВП, в то время как в развитых странах этот показатель близок к 60%. На рынке рублевых облигаций привлекается почти в 4 раза меньше денег, чем на рынке внешнего долга (еврооблигации и синдицированные кредиты), и почти в 7 раз меньше, чем на рынке рублевых банковских кредитов. В пассивах местных банков рублевые облигации составляют чуть более 2%, в то время как межбанковские кредиты и депозиты, например, почти 14%, а средства клиентов (физических и юридических лиц) — порядка 60%.

Вовлеченность российских компаний и банков в рынок рублевых облигаций остается низкой несмотря на то, что число эмитентов перевалило за пять сотен. Для большинства этих заемщиков — как для крупных, так и для мелких — рынок рублевых облигаций является лишь вторичным источником фондирования, и при необходимости они без особых проблем переключаются с рублевых бондов на более привычные источники финансирования. Крупные и средние компании и банки — на синдицированные кредиты, мелкие заемщики обращаются за финансированием в ближайший банк. По этой причине смерть первичного рынка облигаций не обязательно означает, что у заемщиков не будет возможности рефинансировать свой долг.

С одной стороны, подобная незрелость рынка рублевых облигаций сейчас на руку инвесторам: более жесткие условия рефинансирования не приводят к росту числа дефолтов, а лишь способствуют мягкому очищению рынка от «джанка» посредством оферт и погашений. С другой стороны, этот же процесс сыграл с инвесторами злую шутку. На смену эмитентам типа ООО «Р. и К. — Финанс» приходят «голодные» заемщики первого эшелона с займами объемом 5–10–20 млрд руб., к которым рынок в силу своей незрелости еще не готов.

График 3. Распределение доходности выпусков облигаций эмитентов третьего эшелона (дюрация 0.75–1.25 лет)



Еще некоторое время назад «незрелость» рынка выражалась нехваткой качественных инвестиционных инструментов, а не дефицитом ресурсов. Из-за этого инвестиционная декларация Государственной Управляющей Компании была ограничена лишь госбумагами. Сейчас же ситуация поменялась кардинально. Серьезные заемщики захотели привлечь на «игрушечном» рынке серьезные деньги, а «игрушечный» рынок очень испугался образовавшегося в результате этого «навеса первички». Так что сейчас деньги ГУК будут весьма кстати.

КОМПАНИИ ВЫНУЖДЕНЫ РАБОТАТЬ НА КРЕДИТОРОВ

За последние 7–8 месяцев стоимость заимствований для российских компаний заметно повысилась: по нашим оценкам, для компаний первого эшелона — на 100–150 б.п., второго эшелона — на 200–250 б.п., третьего эшелона — на 250–500 б.п.

В результате из-за роста стоимости заимствования наибольшему риску дефолта подвергнут так называемый третий эшелон. Напомним, что данная группа эмитентов объединяет компании с низким уровнем информационной открытости, как правило, без рейтинга (если бы имели, то для большинства компаний он не превышал бы «B+/B1» — уровня, необходимого для включения в список РЕПО ЦБ), с незначительными масштабами бизнеса, перспективы развития которого весьма туманны и так далее. Если во время кризиса средняя ставка финансирования для представителей третьего эшелона на рублевом рынке облигаций на год лежала в диапазоне 10–12% (ближе к нижней границе), то в настоящее время она составляет 12–14% (ближе к верхней границе диапазона).

В настоящее время на рынке обращается больше 350 выпусков более 300 эмитентов третьего эшелона. Учитывая хорошее состояние и перспективы российской экономики, говорить о волне дефолтов не приходится. В зону риска попадают компании сельскохозяйственного сектора, некрупные региональные ритейлеры, ряд машиностроительных компаний, которые не могут рассчитывать на государственную поддержку, некрупные авиакомпании и другие. Обратим также внимание на немаловажный фактор, что некоторые выпуски облигаций эмитентов третьего эшелона распределены среди ограниченного числа инвесторов — в случае дефолта ждать какого-то сильного резонанса вряд ли придется.

График 4. Структура третьего эшелона

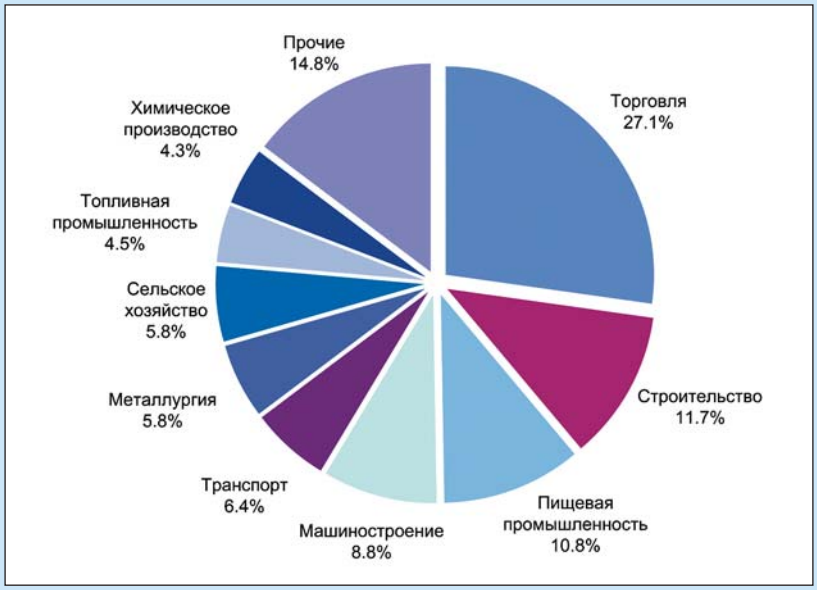


График 5. Долг/EBITDA и EBITDA/проценты

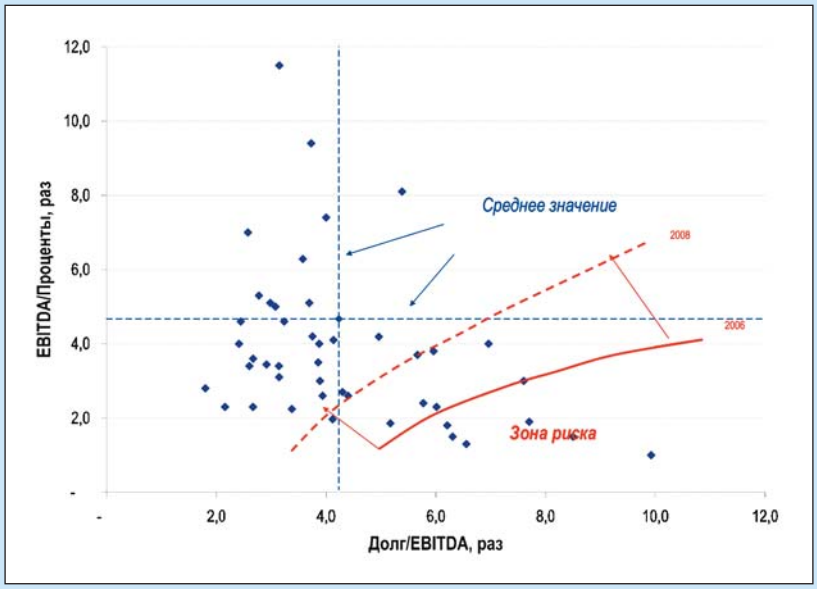
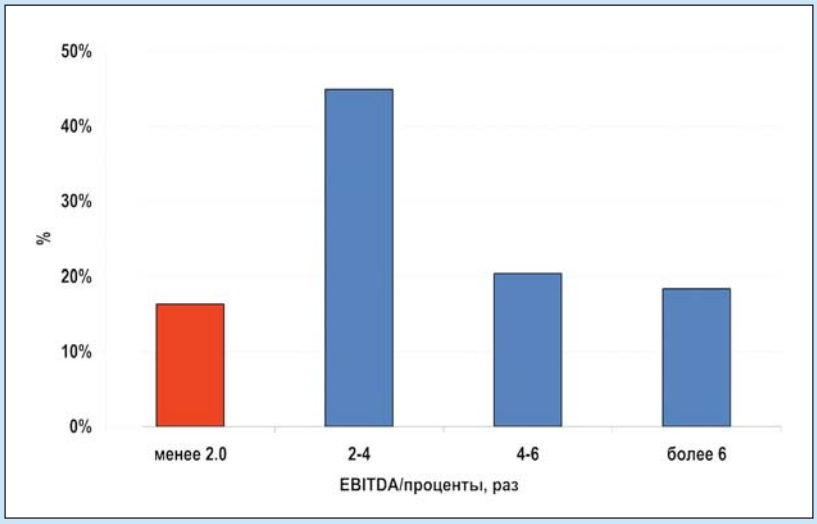


График 6. Распределение компаний в зависимости от величины показателя EBITDA/проценты, 2006 г.



ГДЕ ЭТА ЗОНА РИСКА?

К сожалению, провести аккуратный кредитный анализ для компаний третьего эшелона не позволяет тот факт, что значительная их часть пока далека от того, чтобы регулярно предоставлять качественную финансовую информацию (МСФО). В лучшем случае приходится довольствоваться управленческой отчетностью, которую компания готовит на нерегулярной основе. Обычная практика — раскрыть некоторые финансовые показатели только при первичном размещении, а затем забыть про то, что инвесторы в данных сведениях нуждаются регулярно. В данной ситуации приходится собирать по крупицам информацию на рынке или в кулуарах и акцентировать внимание только на качественных факторах, таких, например, как репутационные риски, вероятность акционерной поддержки, возможность продажи части компании сильному инвестору. Но об этом ниже...

И все же, если будет доступна финансовая информация, мы рекомендуем обратить внимание на соотношение EBITDA (или любого другого показателя, который мог бы характеризовать денежный поток) к процентным платежам. Данный показатель наиболее чувствителен к изменению стоимости фондирования: так, если значение не превышает 1, то это означает, что без посторонней помощи компания не может обслуживать долг.

Дополнительную информацию может дать одновременный анализ вышеуказанного и ряда других показателей, прежде всего, «долг/EBITDA». Например, если до кризиса соотношение «EBITDA/проценты к уплате» составляло около 2.0x, а соотношение «долг/EBITDA» превышало 5.0x (стоимость долга более 10% в год), то, учитывая рост стоимости фондирования на 250–500 б.п., компании едва ли будет хватать денежных средств на обслуживание кредитов. В результате «зона риска» заметно расширяется, и в нее могут попасть уже компании с безобидным, по докризисным меркам, уровнем долга, скажем, «долг/EBITDA» в районе 4.0x (см. График 5).

Некоторые заемщики могут преподнести кредиторам неприятные сюрпризы. Хорошая новость состоит в том, что произойдет это далеко не сразу: финансирование по низким ставкам будет заменено более дорогими деньгами не раньше второй половины текущего года. А к тому времени ситуация на кредитных рынках может стабилизироваться, и компании смогут найти альтернативные источники фондирования. Тем не менее, «зона риска» есть «зона риска».

Таблица 3. Отраслевая специфика процессов M&A, 2007 г.

Вид сделки	Количественная доля (%)	Стоимостная доля (%)
Нефть, газ, уголь	6.2	36.4
Лесная и целлюлозно-бумажная промышленность	1.9	0.7
Легкая промышленность	1.3	0.1
Энергетика	3.6	11.9
Телекоммуникации	10.3	3.4
Машиностроение	6.1	4.5
Пищевая промышленность	11.3	3.5
Финансы, инвестиции, страхование, консалтинг	12.3	5.5
СМИ, спорт, реклама	10.2	1.7
Услуги, торговля	15.7	5.6
Транспорт	4.8	1.6
Строительство	6.7	3.2
Химия, фармацевтика	4.2	1.8
Металлургия	5.4	20.1

Источник: Mergers.ru / «Слияния и Поглощения в России»

ДРУГИЕ ФАКТОРЫ

В условиях благоприятной экономической конъюнктуры и в ситуации когда какие-либо потрясения в перспективе 3–5 лет в российской экономике маловероятны, ждать волны дефолтов, вызванной сменой бизнес-циклов, не приходится. Худшее, что грозит компаниям — это замедление экономического роста. Обратим внимание, что средняя дюрация выпусков третьего эшелона не превышает 0.71 года.

Еще раз отметим, что российский рынок рублевых облигаций сравнительно молод (не было еще ни одного «настоящего» дефолта!), и выходили на него в первую очередь сильнейшие представители своего сектора экономики, приобретение которых — легкий способ занять достойное место на российском рынке.

Основываясь на финансовых показателях и перспективах развития компаний, среди представителей третьего эшелона мы выделили две основные группы. Первая группа — компании с высокой долговой нагрузкой, но хорошими перспективами развития. Вторая — компании со слабым бизнесом и средними финансами.

Обратимся к компаниям со значительным долгом и хорошими рыночными перспективами. Таковые могут представлять интерес для стратегического финансово состоятельного инвестора. Представители данной группы — некрупные сырьевые компании, ориентированные на экспорт (нефтяные предприятия, металлургия), а также компании, сосредоточенные на динамично растущем внутреннем спросе (крупные ритейлеры, ведущие девелоперы). Как правило, нежелание делиться ростом стоимости компании или единоличным контролем над бизнесом заводит акционеров в «финансовую ловушку»: компания не успевает заставить работать сделанные за счет коротких денег инвестиции. А в результате в настоящее время им надо решить две проблемы: рефинансировать заем и найти инвестиции на дальнейшее развитие. В благоприятной ситуации вышеописанные компании были желанными заемщиками, кредиторы покупали их облигации в расчете на улучшение кредитного качества заемщика.

Выходом из сложившейся ситуации для ряда собственников становится либо продажа бизнеса целиком, либо его части. Ярким примером может служить «Макси-Групп» (собственник сменился, чтобы расплатиться по долгам), а также компания «Марта» (один из акционеров продал долю в девелоперском бизнесе, чтобы расплатиться по долгам ритейлового подразделения группы).

В то же время для большинства компаний ситуация не столь критична, и до продажи бизнеса дело доходило редко. В ряде случаев акционеры компании находили в себе силы увеличить капитал («Дикая Орхидея») либо приглашали новых инвесторов в капитал («Азбука Вкуса»). Похоже, и «КОПЕЙКА» намерена идти по этому же пути, продав около 10% в капитале иностранному инвестору.

Обратим внимание, что накануне продажи соотношение «долг/EBITDA» для этих компаний оценивалось на достаточно высоком уровне — 6.0x и выше. Очевидно, что для того чтобы компания заинтересовала инвесторов, стоимость бизнеса должна превышать величину долга. Однако далеко не всегда удается оценить как стоимость, так и величину долга компании. Тем не менее, не стоит забывать, что стоимость бизнеса зависит от темпов роста компании, которые, в свою очередь, коррелируют с рыночными позициями данного представителя.

Альтернативным вариантом продаже бизнеса (целиком или части) могут служить либо снижение расходов и улучшение управления, либо избавление от непрофильных активов. Многие компании в настоящее время пытаются пойти именно по этому пути. Так, например, «Сеть аптек 36.6» сменила финансового директора и готовится к продаже ряда активов, чтобы рефинансировать короткий многомиллионный долг.

Ко второй группе мы отнесли компании со «средними» финансами, уязвимыми рыночными позициями, низкой диверсификацией бизнеса (одна линия бизнеса), которые существуют в условиях острой конкуренции. В данной ситуации тревожным сигналом для инвесторов может служить рост издержек, а также потеря рынка на фоне укрепления рубля. Это актуально для тех секторов, в которых российские компании теряют традиционные конкурентные преимущества (труд и энергозатраты) и начинают уступать более дешевой и иногда не худшей по качеству продукции азиатских производителей. Рост доходов населения также способствует росту потребления импортных товаров. В структуре импорта преобладают продукты питания, продукция машиностроения, легкой промышленности, а также высокотехнологичные товары. Времени на проведение модернизации из-за роста конкуренции уже нет, если, конечно, государство не предпримет меры по защите национальных производителей…

Кто входит в данную группу? Легче сказать, кто в нее не входит — это компании, ориентированные на экспорт (нефтегазовая промышленность, металлургия) и растущий внутренний спрос (предприятия услуг, крупные розничные сети).

К этой группе можно отнести некрупных региональных игроков, например ритейловые компании, которые по мере региональной экспансии федеральных сетей начинают терять свои позиции.

Вследствие этого компании данной группы характеризуются потерей рыночной доли, снижением рентабельности и денежного потока. Выходом из данной ситуации может, как правило, служить либо глубокая модернизация, либо реструктуризация бизнеса. Вопрос: на чьи деньги она будет проводиться? Самим компаниям, как правило, найти необходимые средства на длительный срок не под силу. В качестве примера можно привести отечественный автопром, а также связанные с ним компании, которые не без помощи государства или крупных ФПГ стараются начать производство современных автомобилей при сотрудничестве с иностранными холдингами.

Еще одним примером может служить производитель автомобильных шин «Амтел», который не выдержал конкуренции со стороны пришедших в Россию иностранных производителей. Долговая нагрузка превысила выручку, в результате компания фактически перешла под контроль крупнейших кредиторов, которые занимаются реструктуризацией бизнеса.

Кроме того, в качестве примера можно привести предприятия оборонного машиностроения, которые в настоящее время проходят реструктуризацию либо под контролем государства, либо при участии лояльных Кремлю представителей крупного бизнеса; а также авиакомпании, характеризующиеся высокой потребностью в инвестициях, со снижающейся рентабельностью и высокой долговой нагрузкой. Пока большинство авиакомпаний не определились со стратегическим инвестором.

В отличие от представителей первой группы, этим компаниям сложнее найти инвесторов: нужны деньги не только на рефинансирование долгов, но и на дальнейшее развитие бизнеса. Часто основным инвестором выступает либо государство, либо «социально ответственный» бизнес.

ЖАДНАЯ РУКА ПОМОЩИ

О том, что у компаний обеих групп есть довольно высокие шансы дождаться поддержки в виде прихода стратегического инвестора или просто финансовых партнеров, свидетельствует высокая M&A активность в растущей российской экономике. По данным mergers.ru, объем сделок по слиянию и поглощению в 2007 году составил более $120 млрд, причем наибольшая активность наблюдалась в следующих секторах: услуги, торговля, финансы, пищевая промышленность и прочих, которые хорошо представлены на рынке рублевых облигаций компаний третьего эшелона.

В условиях когда все основные рынки демонстрируют стремительный рост, мало кто заинтересован в банкротстве перспективного бизнеса. В большинстве случаев владельцы стараются бороться за компанию до последнего, а если все же все возможности удержать ее «на плаву» исчерпаны, всегда найдется множество рук, готовых подхватить падающий бизнес. Примеров накопилось уже достаточно: Гута-Банк, «Макси-Групп» и прочие.

Обратим внимание на ряд качественных факторов, которые необходимо учитывать при анализе риска дефолта компаний. Это прежде всего репутация заемщика и взаимоотношения между ним и кредитором.

РЕПУТАЦИЯ ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЕ

Репутация — это фактор, имеющий большое значение и способствующий, по нашему мнению, снижению вероятности дефолтов на рублевом рынке. Даже мелкие заемщики, выходящие на рублевый долговой рынок, в качестве одной из целей эмиссии имеют создание публичной кредитной истории. Причем многие видят в качестве следующего этапа своей кредитной истории выход на рынок внешнего долга, а затем на IPO. Кроме того, некоторые собственники владеют несколькими бизнесами, формально между собой не связанными, и если свои обязательства не выполнит одна компания, то это поставит под удар другие.

Имея такие цели, заемщики более ответственно относятся к обслуживанию своего долга, особенно публичного. По этой причине выплаты по необеспеченным облигациям очень часто имеют приоритетный характер по сравнению со всеми прочими непубличными долгами компании. Эмитент скорее предпочтет конфиденциально признаться в своей неплатежеспособности конкретному банку, нежели захочет увидеть свое имя в ленте новостей. Однако бывают ситуации, когда собственник бедствующего предприятия через обращение к властям различных уровней ищет пути спасения. Иногда это срабатывает... Так было в случае с «Макси-Групп».

ИНЫЕ ФОРМЫ ФОНДИРОВАНИЯ И НОВЫЕ ПУТИ СОТРУДНИЧЕСТВА С БАНКАМИ

Невозможность привлечь необходимые ресурсы на долговом рынке заставляет компании быть более изобретательными и искать новые формы финансирования. Так, если год назад собственники бизнеса неохотно делились долей в растущем бизнесе, полагаясь на дешевое долговое финансирование, то в настоящее время многие компании сами рады продать долю в капитале либо рассмотреть другие варианты участия инвесторов в капитале (например, различные виды гибридного финансирования).

Обратим также внимание, что банки очень часто идут навстречу испытывающему трудности эмитенту и соглашаются предоставить необходимое ему финансирование, поскольку во многих случаях сам банк не заинтересован в дефолте клиента. До последнего времени эффективными были просьбы эмитентов типа «дайте денег, а не то мы устроим вам дефолт» (в тех случаях когда банк является держателем крупного пакета облигаций данного проблемного заемщика). И этот номер проходит, если банк не испытывает проблем с ликвидностью. Помимо этого, в нынешней ситуации банки готовы оказывать клиенту помощь, но в обмен на более высокую ставку и дополнительное обеспечение по займу, а также за возможное участие в капитале компании. Банки готовы вместе с финансированием предоставлять и дополнительные инвестиционные услуги компаниям, например, по реструктуризации бизнеса, подготовке к IPO.

Склонность к «кулуарному» решению проблем является одной из важнейших причин, по которой сложности эмитентов редко попадают в поле зрения широкого круга кредиторов. Как правило, сторонам удается достигнуть консенсуса относительно условий рефинансирования до наступления даты оферты или очередного купона, если же нет, то после наступления технического дефолта представители эмитента быстро приобретают нужную степень сговорчивости и соглашаются на предложенные им условия.