**Елена Ананькина,**
*аналитический директор направления «Корпоративные рейтинги», московский офис Standard & Poor's*

# DISTRESS — это некая околодефолтная зона

**ВЗГЛЯД МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ НА СЕГМЕНТ РОССИЙСКИХ DISTRESSED BONDS В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАСКРЫЛА ЕЛЕНА АНАНЬКИНА, АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДИРЕКТОР НАПРАВЛЕНИЯ «КОРПОРАТИВНЫЕ РЕЙТИНГИ» МОСКОВСКОГО ОФИСА STANDARD & POOR'S.**

**Кого ваше рейтинговое агентство считает эмитентом из сегмента distress? Каким критериям должна удовлетворять компания и/или ее ценные бумаги, чтобы оказаться в перечне подобных заемщиков? Какова должна быть разница в доходности облигаций компании по сравнению с базисным уровнем, чтобы можно было безусловно причислять эту компанию к сегменту distress?**

В наших рейтингах мы оперируем понятием дефолта, а не distress. Дефолт, по нашему определению, это когда по долговым обязательствам не заплатили полностью и в срок. Кстати, реструктуризация обязательств, нарушающая интересы кредиторов, тоже подпадает под наше определение дефолта. Зато технический дефолт в результате нарушения ковенантов, строго говоря, таковым не считается, если компания заплатила всю сумму, причитающуюся к досрочному погашению, или если кредиторы не воспользовались своим правом требовать досрочного погашения, или — что бывает чаще всего — дали согласие на изменение ковенантов. Именно на вероятность дефолта нацелены наши рейтинги. Distress — это некая околодефолтная зона. Это менее строгое и потому менее важное для нас понятие.

**Сколько компаний, чьи облигации обращаются на рынке, на ваш взгляд, на сегодня балансируют на грани краха и объявления дефолта по своим долговым обязательствам?**

Далеко не все компании, чьи облигации обращаются на рынке, имеют рейтинг. О таких компаниях нам трудно судить, так как у нас недостаточно информации. Многие потенциально слабые заемщики не публикуют консолидированной финансовой отчетности и другой информации о себе, которой нам как рейтинговому агентству было бы достаточно, чтобы вынести обоснованное суждение о вероятности дефолта в том или ином случае. На качественном уровне можно сказать, что слабых неотрейтингованных компаний на рынке много. Если же говорить о компаниях, имеющих рейтинг, то по нашей шкале, если рейтинг низкий, вероятность дефолта по такой облигации немалая. По нашей статистике, порядка 26% компаний, имеющих рейтинг в категории CCC, допускают дефолт в течение года, почти 40% — в течение трех лет, больше 46% — в течение пяти лет. 5.5% компаний, имеющих рейтинг B, допускают дефолт в течение года, 19.1% — трех лет, 28.6% — пяти лет. Средний рейтинг российских компаний сейчас BB-. По нашей статистике, это соответствует 7.6% вероятности дефолта в течение трех лет, 13.4% — пяти лет. Таким образом, в наших рейтингах мы исходим из того, что дефолты будут. Другое дело, что бум российской экономики и доступность ликвидности пока спасали от дефолта даже слабых заемщиков. По мере изменения ситуации на мировых финансовых рынках этот фактор может измениться.

**Представители какой отрасли, на ваш взгляд, на сегодня больше всего рискуют занять место первого эмитента, объявившего отнюдь не технический дефолт по своим бондам?**

На мой взгляд, это больше зависит от финансовой политики конкретной компании, чем от ее отраслевой принадлежности. В связи с ситуацией в финансовом секторе по всему миру большим рискам подвергаются компании, финансирующие быстрый рост короткими деньгами. В принципе, этим риском можно было бы управлять, создавая запасы ликвидности и корректируя графики инвестиций в зависимости от доступа к финансированию, но мало кто из российских компаний это делает.

**Насколько вероятно то, что уже в нынешнем году на рынке корпоративных облигаций произойдет первый настоящий дефолт (а не технический, как в случае с «Евросервисом» и «ОСМО-Капитал»)?**

Такую вероятность ни в коем случае нельзя исключить даже среди компаний, имеющих рейтинги (то есть способных предоставить нам адекватную информацию о себе, имеющих консолидированную корпоративную структуру, что само по себе задает некую планку). Рейтинги российских компаний пока невысоки: средний уровень — BB-, есть много рейтингов в категории B.

**Могут ли оценки международных рейтинговых агентств, базирующиеся на истории развития американских корпораций, быть ключевым ориентиром для инвесторов в distress bonds?**

Оценки международных рейтинговых агентств уже давно не привязаны только к США: агентства долго и много работают на самых разных развивающихся рынках — в Латинской Америке, Азии, Восточной Европе. Шкала и методика устроены таким образом, чтобы указывать вероятность дефолта и учитывать специфику каждой конкретной компании и региона, где она работает. Помимо финансовых коэффициентов, в рейтинге учитывается масса качественных факторов. Кстати, по мере накопления данных мы начали публиковать не только глобальную статистику дефолтов и матрицу переходов рейтинга, но и статистику по регионам (отдельно по США, Европе и т.д.).

**На что инвесторам следует обращать внимание при покупке российских distressed bonds?**

Если это distressed bond, то я бы посоветовала обращать внимание не только на вероятность дефолта (высокую по определению), но и на перспективы возмещения обязательств после дефолта (recovery). На развитых рынках, где процедуры банкротства и взыскания долгов уже давно отработаны, в марте этого года мы запустили новый продукт — recovery ratings по необеспеченным обязательствам компаний, имеющих рейтинг BB+ и ниже. Работа по России тоже идет.

**Возможно ли повторение в ближайшем будущем ситуации, возникшей вокруг рейтинга компании «КОПЕЙКА»? Означает ли резкое снижение рейтинга компании помимо всего прочего и ожидание с вашей стороны того, что данная компания может объявить дефолт и отказаться от исполнения своих обязательств в рамках процедуры оферты, выплаты купона или погашения займа?**

Низкий рейтинг по определению указывает на то, что мы оцениваем вероятность дефолта как высокую. Но вероятность — это не гарантия.

Несмотря на кризис ликвидности и то, что российские компании, в отличие, например, от европейских, традиционно полагаются на короткие долги и не имеют подтвержденных кредитных линий и потому подвержены рискам рефинансирования, пока единственный случай снижения рейтинга из-за ликвидности — «КОПЕЙКА», да и то, помимо ликвидности, тут сыграли свою роль факторы бизнеса и ухудшения финансового положения компании. В нескольких случаях мы меняли прогноз рейтинга (например, ОАО ТМК, «Уралсвязьинформ»), но таких случаев пока немного. В целом мы считаем неправильным паниковать по поводу ликвидности, но в сегодняшних условиях считаем необходимым еще более тщательный ее мониторинг.

**Какова вероятность дефолта эмитентов в каждой из рейтинговых категорий российской национальной шкалы вашего рейтингового агентства?**

Российская шкала — шкала не абсолютная, а относительная. Она указывает на положение заемщика относительно других заемщиков на российском рынке, а не на вероятность дефолта. С другой стороны, порядок ранжирования компаний по российской и международной шкалам одинаков, а соответствие делений международной шкалы вероятности дефолта найти нетрудно. Ежегодно мы публикуем мировую статистику дефолтов и переходов рейтингов по международной шкале.

**Насколько серьезно различается статистика дефолтов по облигациям в России и в США? Является ли положительным моментом, на ваш взгляд, практическое отсутствие дефолтов российских эмитентов?**

Статистики по дефолтам в России пока очень мало. Это связано с короткой историей российского финансового рынка и с несовершенством информации (например, не все данные о дефолтах по векселям или банковским кредитам становятся публичными).

Действительно, за короткое время существования российского рынка облигаций дефолтов на нем практически не было. Но в нынешних условиях они как раз могут участиться, потому что дефолты российских заемщиков могут коррелировать между собой или зависеть от одинаковых внешних факторов — таких как доступность ликвидности на мировых рынках.

**Насколько серьезным негативом является технический дефолт эмитента облигаций?**

Это, безусловно, негативный фактор, но еще не дефолт: по определению нашего агентства, дефолт — это когда вовремя полностью не заплатили. Технический дефолт означает проблемы с ликвидностью, которые, в свою очередь, могут спровоцировать дефолт настоящий. Типичная ситуация — строгие ковенанты по облигациям (такое чаще бывает в CLN и еврооблигациях). Если компания их нарушает, у инвесторов появляется право предъявить обязательства к погашению, а по другим обязательствам эмитента в большинстве случаев существует кросс-дефолт. Если у эмитента окажется

недостаточно средств или не удастся договориться с держателями облигаций, то наступает уже настоящий дефолт. Раньше передоговориться о ковенантах было несложно, но учитывая рост премии за риск на рынке и трудное положение, в которое могли попасть сами инвесторы, в нынешних условиях этот процесс перестает быть автоматическим. Мы внимательно следим за некоторыми российскими компаниями, у которых строгие ковенанты и высока вероятность их нарушения (например, ТМК, «Казаньоргсинтез»).

**Насколько сильную роль при переходе облигационных выпусков компаний в статус distress играют политические и административные моменты (вроде предъявления налоговых претензий)?**

На наш взгляд, налоговые претензии — часть повседневной жизни бизнеса в России, вполне обычное явление окружающей среды, как снег зимой. Достаточно суровый бизнес-климат в рейтингах уже «зашит». Поэтому я бы не стала говорить, что налоговые претензии автоматически повлекли бы за собой даже пересмотр рейтинга. Например, когда ТНК-ВР были предъявлены налоговые претензии, наш рейтинг остался на прежнем уровне, потому что компании с ее огромными денежными потоками и запасами нефти более чем по силам с этими претензиями справиться.

**Является ли нормальной практика, при которой эмитент выкупает на рынке собственные долговые обязательства, упавшие в цене?**

Мы сталкивались с тем, что многие компании так делают (кстати, после кризиса 1998 г. такое тоже бывало). Поскольку это автоматически не влечет никаких неплатежей, и если облигации выкупаются по рыночной цене, мы не считаем это дефолтом.

**Сталкивались ли вы в своей работе по анализу корпораций и их работы на рынке со спекуляциями их ценными бумагами на волне взаимоисключающих заявлений разных чиновников, которые давали повод заподозрить последних в игре на бирже, или намеренного оказания помощи тем или иным участникам биржевых торгов?**

С «информационными шумами», в том числе противоречивыми заявлениями чиновников и самих компаний, сталкивались, наверное, все, кто работал на финансовом рынке. Мы в своем анализе руководствуемся прежде всего фундаментальными факторами бизнеса и финансового положения компаний и пользуемся массой различных источников (включая непубличную информацию, которую компании предоставляют нам на условиях конфиденциальности), сопоставляем их, анализируем, делаем собственные выводы.

## Мнение

**Сергей Тишин,**
ведущий аналитик
по макроэкономике и долговым инструментам, ОАО «Управляющая компания «Арсагера»

Согласно определениям S&P и Merrill Lynch, distressed bonds — это облигации, спреды которых к аналогичным по дюрации государственным облигациям составляют не менее 10 п.п. Если исходить из такого определения, то сейчас на рынке можно насчитать около 38 выпусков облигаций, относящихся к этой категории.

Причин, по которым доходность того или иного выпуска может увеличиться настолько, чтобы выпуск попал в категорию distressed debt, может быть несколько.

1. Один из участников рынка продает достаточно большой объем облигационного выпуска, обладающего ограниченной ликвидностью. При этом продажа выпуска участником рынка может быть вызвана потребностью в наличности, а не какими-либо новостями о финансовом состоянии эмитента. В такие моменты предоставляется возможность купить облигационные выпуски эмитентов с хорошим кредитным качеством по весьма привлекательным ценам.

2. Происходит значительное ухудшение финансовых показателей эмитента, в результате чего у эмитента могут возникнуть сложности с погашением или рефинансированием долга.

Под нашим управлением нет портфелей ценных бумаг или фондов, ориентированных на инвестиции исключительно в высокодоходные (и, как следствие, обладающие высоким риском) облигации. Тем не менее, в отдельных портфелях ценных бумаг, находящихся под управлением ОАО «УК «Арсагера», облигации, относящиеся к категории distressed debt, есть.

В результате анализа финансового состояния эмитента и степени ликвидности облигационного выпуска мы ранжируем облигации по степени риска, разделяя их на шесть типов: первый тип — высоколиквидные облигации надежных эмитентов («Газпром», РЖД, ВТБ и т.д.), шестой тип — практически неликвидные облигации, выпущенные компаниями с очень высокой долговой нагрузкой. Конечно же, наибольшее количество облигаций (32 выпуска из 38), которые можно отнести к категории distressed bonds, являются облигациями шестого типа (плохое финансовое положение эмитента). На бумаги этого типа в данный момент лимиты во всех портфелях у нас закрыты.

Однако есть высокодоходные облигации, выпущенные достаточно надежными эмитентами и, соответственно, находящиеся в верхних типах (по внутренней классификации ОАО «УК «Арсагера»). К таким облигациям мы, например, относим облигации «Сибирского цемента», «Волжской текстильной компании», «Белого фрегата».

Можно выделить также облигации «Золота Селигдара» (второй выпуск), «Матрицы» и «Макромира», являющиеся более рискованными (пятый тип по внутренней классификации), чем перечисленные выше. Большая часть перечисленных выпусков есть в наших портфелях.