Олег Гордиенко,
начальник отдела по организации облигационных займов, «Райффайзенбанк»

В СОСТОЯНИИ ДЕФОЛТА окажется до 50% от объема бумаг «третьего эшелона»

РАСПРОДАЖА АКТИВОВ В САМОМ РАЗГАРЕ. ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ, НАПУГАННЫЕ «ШТОРМОМ» НА МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ, ПОСПЕШНО ВЫХОДЯТ ИЗ РОССИЙСКИХ БУМАГ, ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ ИСПАРЯЕТСЯ НА ГЛАЗАХ, ОБЪЕМЫ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ БАНКОВ СТАВЯТ ИСТОРИЧЕСКИЕ РЕКОРДЫ, ФОНДОВЫЕ ПЛОЩАДКИ ПРИОСТАНАВЛИВАЮТ ТОРГИ, ПУБЛИЧНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ НЕ РАЗМЕЩАЮТСЯ, КОЛИЧЕСТВО ДЕФОЛТОВ НАРАСТАЕТ... ЭТО ЛИШЬ МАЛАЯ ЧАСТЬ ТОГО НЕГАТИВА, КОТОРЫЙ ВИТАЕТ СЕГОДНЯ ПО РЫНКУ. ПОВОДОВ ДЛЯ ПЕССИМИЗМА, К СОЖАЛЕНИЮ, С КАЖДЫМ ДНЕМ ВСЕ БОЛЬШЕ.

Хуже всего на таком рынке себя чувствуют компании с высоким уровнем долговой нагрузки и существенными рисками рефинансирования короткого кредитного портфеля. Публичные займы для них недоступны, как и банковские кредиты, и обслуживание долгов превращается в настоящую проверку на прочность. Выдерживают ее далеко не все.

За недавнее время мы наблюдали не только участившиеся просрочки в обслуживании долгов, но и реальные дефолты («Миннеско Новосибирск», СЗЛК, «Марта» и «Держава»). При этом справедливости ради надо заметить, что технические просрочки возникали не только по вине эмитентов, но и из-за финансовых проблем у обслуживающих их банков, которые несвоевременно перечисляли денежные средства на счета инвесторов.

Но это были, можно полагать, только «цветочки». Учитывая, что стоимость денег продолжает расти, а отношение банков к рискам становится все осторожнее, проблема рефинансирования долгов станет только острее, а появление новых дефолтов — еще вероятнее. Мы убеждены, что все компании третьего эшелона, даже найдя рефинансирование (по определению очень дорогое) и выкрутившись из дефолта сегодня, завтра окажутся в «долговой яме». Дело в том, что дорогие деньги снизят рентабельность их бизнеса, увеличат долговую нагрузку и, как следствие, усложнят последующее привлечение новых денег.

По нашим оценкам, до конца года эмитентам предстоит погасить облигаций на 260 млрд руб. (из которых порядка 40 млрд руб. — погашения, 220 — оферты, из них

корпоративный «третий эшелон» — 16 и 75 млрд руб. соответственно). Нет сомнений, что все оферты превратятся в полноценные погашения, так как инвесторы, скорее всего, будут предъявлять к выкупу до 100% бумаг. В этой связи нельзя исключать, что в состоянии дефолта окажется до 50% от объема бумаг «третьего эшелона», то есть до 5% от номинала облигационного рынка.

За последнее время инвесторы кардинально пересмотрели свое отношение не только к риску отдельно взятых компаний, но и к целым отраслям экономики: в зоне особого риска оказался ритейл, пищевая и лесная промышленность, сельское хозяйство и, конечно же, девелопмент. Проблемы, естественно, могут коснуться и других отраслей, особенно низкомаржинальных (например, металлотрейдинга).

Под угрозой могут также оказаться промышленные предприятия с длительным производственным циклом, работающие по заказам. Их кредитоспособность, помимо прочего, зависит от своевременности расчетов с заказчиками. Оказавшись в ситуации, когда заемные средства становятся все менее доступными, заказчики могут нарушать график оплаты из-за недофинансирования. Недавней жертвой этой ситуации стало крупное предприятие НПО «Сатурн», которое допустило просрочку в выплате купона из-за задержки в оплате со стороны крупного покупателя.

Что касается финансовых институтов, то здесь проблем можно ожидать от банков и инвестиционных компаний, которым недоступно рефинансирование ЦБ и Минфина и которые сильно зависят от фондирования на рынке МБК. Многие из этих финансовых институтов уже ограничивают кредитно-инвестиционную активность, а кто-то из них скоро вообще покинет финансовый рынок.

В результате возросших проблем с рефинансированием, в России может получить развитие особый вид бизнеса, основанный на скупке distressed-активов, и на рынке появится новый класс инвесторов. За недавнее время мы уже видели M&A активность как в корпоративной («Евросеть»), так и в финансовой сфере («КИТ-Финанс» и «Связь-Банк»), и она, можно полагать, будет только набирать силу. Многие компании начнут консолидироваться вокруг ведущих отраслевых игроков, при этом из-за падения финансовых рынков, усложнения оценки стоимости и поспешности в продаже проблемного бизнеса цены сделок, вероятно, будут заниженными.

При этом вариант с продажей бизнеса возможен только в отношении перспективных компаний. Что касается компаний с высоким уровнем долговой нагрузки, то они могут не найти покупателя ни по какой цене, что в отсутствие рефинансирования равнозначно банкротству. Уже сегодня многие банки-кредиторы, не желая или не имея возможности рефинансировать проблемных заемщиков, все чаще инициируют их банкротство.

Мы советуем компаниям с высокой долговой нагрузкой, которые желают «удержаться на плаву», поскорее обратить внимание на такие превентивные меры, как возможная продажа части активов, помощь акционеров или привлечение в капитал новых участников. Кроме того, мы бы порекомендовали всем компаниям, имеющим свободные денежные средства, выкупать свои облигации с рынка, минимизируя последующий риск рефинансирования.