УК «Ренессанс управление инвестициями»

Александр Темкин,
соуправляющий Фонда проблемных активов

Олег Кудряков,
соуправляющий Фонда проблемных активов

Следующий год будет годом ПРОБЛЕМНЫХ АКТИВОВ

О СПЕЦИФИКЕ РЫНКА ПРОБЛЕМНЫХ АКТИВОВ В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛИ СОУПРАВЛЯЮЩИЕ ФОНДА ПРОБЛЕМНЫХ АКТИВОВ УК «РЕНЕССАНС УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ» АЛЕКСАНДР ТЕМКИН И ОЛЕГ КУДРЯКОВ.

Тема проблемных активов стала одной из наиболее популярных в среде финансистов с весны этого года, когда для того чтобы избежать дефолта по облигационным займам, очень многие компании стали продавать свои активы. Однако очевидно, что данный сегмент рынка существовал и раньше. Как он развивался последние несколько лет?

Александр Темкин

Если посмотреть на историю развития отечественной финансовой индустрии, то надо признать, что до 2003 года цивилизованного рынка проблемных долгов в России не существовало. Не существовало ни практики взимания просроченной задолженности физических лиц перед банками, ни коллекторских агентств, на рынке корпоративных облигаций не было еще ни одного серьезного дефолта, который позволил бы отработать схемы возврата инвестиций. Поэтому что касается сделок по покупке на рынке проблемной задолженности по кредитам, выданным физическим лицам, то она фактически началась лишь в 2004 году. Рынок проблемных долгов эмитентов корпоративных облигаций и вовсе начал формироваться только в конце прошлого года, а свое развитие получил лишь в начале года нынешнего. Конечно, работа с проблемной задолженностью по кредитам, выданным юридическим лицам, а также с проблемными активами в так называемых специальных ситуациях имела место и до 2003 года, но в силу своей специфики она носила нерыночный характер. Цивилизованный рынок, участниками которого помимо конфликтных сторон стали и серьезные инвестиционные компании, появился в РФ как таковой лишь три-четыре года назад.

Сразу уточним, что вы имеете в виду под термином «специальные ситуации»?

Олег Кудряков

Под специальной ситуацией мы понимаем конфликт вокруг компании или ее отдельного актива. При этом такой конфликт может быть как внешним, вызванным, к примеру, противостоянием с конкурентами, так и внутренним — когда противоречия возникли между бенефициарами компании или собственниками актива.

Как выглядит текущая ситуация на рынке проблемных активов?

Олег Кудряков

Без сомнения, в нынешних кризисных условиях данный рынок переживает настоящий бум. Ведь фактически сейчас весь рынок — это рынок проблемных активов. Это касается и финансовых институтов, и компаний из так называемого реального сектора экономики. Но особо бурно развивается сейчас рынок проблемной розничной банковской задолженности — в первую очередь, в силу того что все процедуры на этом рынке уже прошли юридическую обкатку на практике и покупатели, к примеру, портфеля проблемных автокредитов, ясно представляют себе все основные нюансы работы с этим портфелем и могут четко просчитать свои риски. Тогда как при работе с облигациями компаний, оказавшихся в сложном финансовом положении, риски инвестиций оценить гораздо сложнее, поскольку многие юридические моменты, касающиеся возврата средств инвесторов в облигации, еще ни разу не были отработаны на практике.

В настоящий момент рынок проблемных активов стал рынком покупателя. Если еще полгода назад погоду на нем определяли продавцы и, скажем, портфель потребительских кредитов с просрочкой свыше года дешевле 10–12% от номинала купить было невозможно, то теперь аналогичный портфель торгуется уже на уровне 6–7% от номинала. При этом срок самостоятельной работы банков по взысканию проблемной задолженности резко сократился. Если раньше они самостоятельно пытались договориться с клиентом в течение 6–9 месяцев, затем привлекали к этому процессу коллекторское агентство, которому также предоставлялось около 6 месяцев на работу с должником, и лишь затем выставляли его на продажу, то теперь они переуступают портфели проблемных долгов значительно быстрее.

Кто помимо вашего фонда является на сегодня активным игроком на рынке проблемных активов?

Александр Темкин

Тут все зависит от того, о каком сегменте рынка проблемных активов идет речь. В сфере просроченных розничных кредитов работает несколько ведущих коллекторских агентств и две финансовые компании. В сфере специальных ситуаций на рынке работает не менее пяти крупных игроков, в том числе и с иностранным капиталом. Что касается проблемных облигаций, то в настоящий момент, на мой взгляд, практически каждый игрок, работавший на рынке инструментов с фиксированной доходностью, волей-неволей оказался вовлечен в работу на данном рынке.

Инициатива по поводу покупки вашим фондом того или иного актива чаще всего исходит от вас или же от продавцов этого актива?

Александр Темкин

От нас такая инициатива исходит на рынке облигаций, который понятен, прозрачен и требует оперативной, иногда буквально в течение нескольких часов, реакции на появившиеся возможности по покупке того или иного инструмента. В отличие от того же рынка специальных ситуаций, здесь всегда есть возможность отслеживать рынок в целом и принимать решения на основе оперативного анализа.

Каким образом вы проводите оценку текущей стоимости того или иного бизнес-актива? Каковы основные критерии этой оценки и как определяется размер дисконта, применяемого к тому или иному проблемному активу?

Олег Кудряков

Работая на рынке облигаций, мы, само собой, в первую очередь оцениваем соотношение риск/доходность. Скажем, по долговым обязательствам компании «Арбат энд Ко» весной этого года мы посчитали чрезмерными как экономические, так и неэкономические риски, а потому не стали вкладывать в эти бумаги средства фонда. Да, «Арбат энд Ко» в итоге расплатился с инвесторами. Но мы знаем и другие ситуации.

С точки зрения оценки просроченных розничных кредитов главным критерием является срок просрочки платежей на момент оценки портфеля. Существуют и другие данные, влияющие на наше решение, — очень значимы, например, срок и сумма последнего платежа. Но, так или иначе, в договоре цессии четко прописаны условия, при которых тот или иной кредит в портфеле будет либо замещен, либо возвращен обратно на баланс продавца портфеля, либо значительно уценен. Последнее касается просроченных кредитов, по которым отсутствует часть документации.

На рынке специальных ситуаций окончательное решение очень часто зависит от «фоновой» информации о сторонах конфликта и неофициальных данных относительно того, как идут дела у той или иной компании. Здесь все очень индивидуально.

Как оценивается потенциальная доходность инвестиций в тот или иной актив? Насколько велик временной горизонт инвестиций вашего фонда?

Александр Темкин

Наш фонд — это закрытый инвестиционный фонд, который был сформирован с участием зарубежных хедж-фондов и фондов фондов в конце прошлого года на срок в два года. Соответственно, в данный момент мы уже не инвестируем в проекты с горизонтом свыше 12 месяцев. Изначально же горизонт по портфелям проблемных розничных кредитов у нас был установлен в диапазоне от 9 до 12 месяцев, в исключительных случаях максимум до 18 месяцев, по специальным ситуациям — в 12 месяцев, по корпоративным облигациям — в 6–9 месяцев.

Минимальная целевая доходность по проблемным розничным кредитам установлена у нас в 30% годовых, по корпоративным облигациям три-четыре месяца назад целью был уровень от 20% годовых, сейчас, понятное дело, он составляет от 30% годовых. По специальным ситуациям минимальная доходность изначально у нас была прописана в 40% годовых, но по факту реализованных нами в середине этого года сделок получается гораздо больше, скажем так — больше 50% годовых.

И какова бизнес-модель вашего фонда? Каким образом вы зарабатываете деньги? Какая норма прибыли обычно устанавливается для фондов, подобных вашему? При какой потенциальной доходности покупка того или иного актива становится для вас интересной?

Олег Кудряков

Купив портфель розничных долгов, мы, конечно, самостоятельно не занимаемся их возвратом, а работаем с партнерскими коллекторскими агентствами, чье вознаграждение напрямую зависит от суммы собранных средств. В среднем комиссионные подобных агентств составляют 25% от объема денежных средств, которые удалось взыскать с должников. Разумеется, всю номинальную сумму портфеля собрать невозможно, да и те заемщики, что в итоге возвращают долги, осуществляют это не единоразовым платежом. Поэтому в конечном итоге мы можем перепродать портфель дальше — по его остаточной стоимости. Безусловно, у нас есть возможность и вовсе списать такую задолженность, но нашему фонду еще не приходилось осуществлять подобную неприятную процедуру. Хотя коммерческим банкам, как нам известно, очень часто приходится к ней прибегать.

По специальным ситуациям в инвестиционной декларации фонда прописана возможность инвестировать деньги напрямую, однако пока мы не использовали эту возможность. Средства фонда инвестируются в особые ситуации путем предоставления займа на покупку проблемного актива одной из сторон корпоративного конфликта или третьей стороне. Безусловно, выдавая подобные кредиты, мы весьма тщательно подходим к оценке как наших контрагентов, так и всех участников корпоративного спора — именно поэтому подготовка сделок в этой сфере занимает порой несколько месяцев. Инвестиции в особые ситуации осуществляются под высоколиквидное залоговое обеспечение (со значительным дисконтом от его рыночной цены), поручительства или гарантии компаний и физических лиц.

Какие внутренние ограничения — по работе с теми или иными отраслями или по заключению тех или иных сделок — существуют в вашей работе?

Александр Темкин

По отраслям или классу активов никаких ограничений у нашего фонда нет. Главное ограничение — это запрет на инвестирование в один актив суммы свыше 35% от общего объема активов, находящихся под управлением фонда.

Что именно вы покупали в нынешнем году? С чем чаще приходится иметь дело — с ценными бумагами, недвижимостью или чем-либо другим?

Александр Темкин

В первую очередь, нам приходилось иметь дело с проблемными розничными кредитами. Их мы покупали и продолжаем покупать сейчас. На втором месте была недвижимость, средства в которую вкладывали наши клиенты, которые получили у нас бридж-финансирование. Наконец, на третьем месте оказались облигации проблемных эмитентов.

Насколько сильно отличается работа управляющего такого рода фондом от работы управляющих фондами акций или облигаций? Какими качествами должен в первую очередь обладать финансист, желающий добиться успеха в работе на рынке проблемных активов?

Олег Кудряков

Конечно, некоторые сходства нашей работы с работой управляющих в обычных фондах акций или облигаций есть. Однако различий все же больше, и самое существенное из них — это то, что работать приходится в условиях несравнимо более высокого морально-психологического давления и значительно более высокой личной ответственности за результат при том, что многие решения на нашем высокорискованном рынке принимаются на уровне интуиции. Именно поэтому просто знать рынок акций и облигаций недостаточно для работы на рынке проблемных активов, и именно поэтому главным качеством для любого соискателя на должность управления фондом проблемных активов сейчас является опыт работы на рынке взыскания проблемной задолженности. Разумеется, у такого человека и стрессоустойчивость должна быть на высочайшем уровне.

Как быстро может быть заключена сделка по покупке того или иного актива? Были ли в вашей практике случаи, когда вы покупали что-либо в тот же день, когда к вам поступило предложение от продавца? Возможно ли такое и если да, то при соблюдении каких условий?

Олег Кудряков

Сделки по инвестированию средств фонда в актив в течение одного рабочего дня, безусловно, бывают в нашей практике. Это больше свойственно работе на рынке акций и облигаций. А вот сделки в рамках приобретения портфелей проблемных долгов или особых ситуаций день в день не проходят, поскольку требуют значительного времени на изучение ситуации, проведения встреч со всеми заинтересованными сторонами, тщательной обработки большого объема информации и подготовки необходимой документарной базы для проведения сделки.

Насколько сложно происходит общение с продавцами проблемных активов? Необходимы ли при работе с ними не только серьезная юридическая, но и «силовая» поддержка?

Олег Кудряков

Как я уже говорил, у любого менеджера, отвечающего за инвестиции в проблемные активы, должна быть повышенная стрессоустойчивость. В том числе и потому, что переговоры с контрагентами порой проходят в очень непростой психологической обстановке. Очень важна в нашей работе и юридическая поддержка. А вот что касается необходимости «силовой поддержки», то это

тема опять-таки из каких-то телесериалов. Никаких спецподразделений Министерства обороны, детективных агентств и разного рода «охранных предприятий» при работе на рынке проблемных активов инвестиционным компаниям привлекать не требуется.

Приходилось ли вам в вашей работе пересекаться с рейдерами, пытавшимся захватить тот самый проблемный актив, переговоры о покупке которого вы вели?

Олег Кудряков

С рейдерами в своей работе тоже никогда не сталкивались. Более того, в сфере специальных ситуаций у нас даже до разбирательств в суде никогда дело не доходило, потому что мы четко придерживаемся принципа, что договариваться надо на берегу. Кроме того, мы максимально защищаем свои интересы, используя механизм финансовых институтов и сделки РЕПО. В результате, заинтересованная сторона получает финансирование лишь после того, как все участники сделки полностью выполнили свои обязательства.

Каков на начало октября был объем вашего фонда? Какова была его структура? Сколько сделок вы заключили за три квартала нынешнего года?

Александр Темкин

Объем фонда на начало октября составлял $24 млн. 50% от этого объема средств составляли инвестиции на рынке специальных ситуаций, 25% — инвестиции в портфели проблемных банковских кредитов, 25% — в проблемные корпоративные облигации. Всего с начала года мы заключили 10 сделок.

Сейчас мы находимся в стадии формирования нового фонда с инвестиционным мандатом аналогичного свойства и планируем уже к 1 декабря закрыть подписку на его акции. Первоначально наш план предусматривал привлечение в этот фонд от $50 до $100 млн. Однако сейчас, в связи с происходящими событиями, наши ожидания скорректировались, и мы рассчитываем на привлечение суммы около $30 млн. Отличие этого фонда от нынешнего будет заключаться в том, что мы получим возможность вкладывать часть его средств в покупку инструментов не только в России и странах СНГ, но и, возможно, в странах Прибалтики. И если сейчас мы по факту не используем опцию по инвестированию в активы на территории других стран СНГ, то на средства нового фонда, вероятно, будем покупать активы в Украине и, возможно, Казахстане, Литве, Латвии и Эстонии. Кроме того, в новом фонде мы, я думаю, используем и возможность инвестирования средств в акции. В инвестиционной декларации нынешнего фонда она прописана, как и ограничение инвестиций в акции в размере не более 30% от общего капитала данного эмитента, но в нашем портфеле акций нет.

Какая наиболее удачная, на ваш взгляд, сделка была совершена фондом за все время его существования?

Олег Кудряков

Самой удачной была сделка по финансированию особой ситуации, связанная с покупкой недвижимости. Это была очень сложно структурированная сделка, для ее реализации нам пришлось привлекать финансирование из внешних источников. Объект сделки и ее объем, конечно, составляют предмет коммерческой тайны. Могу лишь сказать, что через 9 месяцев после инвестирования мы ожидаем заработать более 50% годовых.

Сколько сделок и в каких сферах вы готовите в настоящий момент?

Олег Кудряков

Сейчас значительно активизировался рынок проблемных банковских кредитов (интервью состоялось 20 октября 2008 года — Cbonds Review). В настоящий момент мы оцениваем три банковских портфеля розничных проблемных долгов, и здесь нельзя не отметить, что на рынке появилось много интересных предложений по продаже рабочих портфелей розничных кредитов. Также мы оцениваем перспективы инвестиций в пару облигационных займов и продолжаем анализировать перспективы трех сделок с недвижимостью в сфере особых ситуаций. Правда, в последнем случае мы не собираемся торопиться, пока окончательно не поймем, какова будет динамика цен на коммерческую недвижимость в ближайшее время.

Каковы планы вашего фонда на этот и следующий год? Собираетесь ли вы, в отличие от ваших коллег из других сегментов финансового рынка, наращивать персонал фонда?

Олег Кудряков

Мы уже готовим план по постепенному выходу из осуществленных нами инвестиций. Фонд должен быть ликвидирован к концу 2009 года, поэтому уже в начале следующего года мы сосредоточимся исключительно на краткосрочных инвестициях и будем возвращать капитал фонда акционерам.

Как, по вашим прогнозам, будет развиваться рынок проблемных активов в будущем году?

Олег Кудряков

Следующий год будет годом проблемных активов. Очевидно, что острая нехватка ликвидности будет продолжаться еще довольно долго. В этих условиях практически любой актив можно считать проблемным, а значит, рынок проблемных активов будет стремительно развиваться. Так что для фондов, подобных нашему, началось очень хорошее время. Особенно бурно, уверен, будет развиваться рынок проблемных банковских кредитов. По нашим оценкам, банки попросту вынуждены будут сократить срок самостоятельной работы с проблемными заемщиками, после чего будут продавать просроченную задолженность с существенным дисконтом. А это означает, что мы сможем гораздо больше приобрести портфелей проблемных банковских долгов и принести нашим акционерам больший доход, чем прежде, когда нам приходилось иметь дело с базой заемщиков, уже серьезно прореженной специалистами по возврату долгов. Именно поэтому в следующем году приоритетом для нас по-прежнему будет работа в сфере покупки портфелей просроченных розничных кредитов. Хотя про инвестиции в коммерческую недвижимость, а тем более в облигации проблемных эмитентов, мы забывать не собираемся.

Беседовал Иван Макаров