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

ДЕФОЛТЫ по осени считают?

В СЕРЕДИНЕ ВЕСНЫ МЫ АНАЛИЗИРОВАЛИ СИТУАЦИЮ С ОТСУТСТВИЕМ НА ТОТ КОНКРЕТНЫЙ МОМЕНТ ДЕФОЛТОВ (СМ. CBONDS REVIEW №5, «ГДЕ ДЕФОЛТЫ?»). ТОГДА, В УСЛОВИЯХ БЛАГОПРИЯТНЫХ ПРОГНОЗОВ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ, МЫ НЕ ОЖИДАЛИ, ЧТО, НАПРИМЕР, КОМПАНИИ С УСТОЙЧИВЫМИ РЫНОЧНЫМИ ПОЗИЦИЯМИ МОГУТ ОКАЗАТЬСЯ В ЧИСЛЕ ЭМИТЕНТОВ, ПОДВЕРЖЕННЫХ РИСКУ ДЕФОЛТА. ОДНАКО ПОСЛЕ ТОГО КАК СОМНЕНИЮ ПОДВЕРГЛАСЬ УСТОЙЧИВОСТЬ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ И НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКОВСКОГО СЕКТОРА, УЧАСТНИКИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ВЫНУЖДЕНЫ БЫЛИ ПОВТОРНО ПЕРЕОЦЕНИТЬ СВОИ РИСКИ.

НЕ ОПРАВДАЛИ НАДЕЖДЫ

В условиях спада, а тем более финансовых кризисов, вероятность дефолтов вырастает в разы. Так, по наблюдениям S&P, средний уровень дефолтов для компаний неинвестиционного уровня в годы снижения деловой активности вырастает со средних значений 4.2% до более чем 10%, при этом эти цифры для развивающихся рынков, к которым относится Россия, составляют 2.9% и 15% соответственно. При этом S&P анализирует статистику для компаний с кредитными рейтингами агентств, то есть логично ожидать, что более полная картина с учетом эмитентов без рейтингов еще печальнее.

Обратим внимание, что на рублевом рынке облигаций более 70% эмитентов не имели кредитного рейтинга, хотя ряд компаний (ОГК, ТГК, МРСК), по нашему мнению, могут претендовать на рейтинг не ниже категории B. Так или иначе, по состоянию на конец октября 2008 г. дефолты по рублевым выпускам облигаций допустили в основном заемщики без кредитного рейтинга.

За последний год российским эмитентам пришлось пережить массу неприятных моментов. Если о представителях первого и части второго эшелонов государство готово позаботиться, выделяя напрямую необходимые денежные средства, то большинство эмитентов третьего эшелона остались один на один с кредиторами, которые, в свою очередь, не готовы предоставлять финансирование заемщикам с высоким кредитным риском. В зоне риска третий эшелон оказался еще во второй половине прошлого года из-за роста стоимости заимствования и ограниченного доступа к финансированию. Напомним, что данная группа эмитентов объединяет компании с низким уровнем информационной открытости, как правило, без рейтинга и с незначительными масштабами бизнеса, перспективы развития которого весьма туманны.

Полгода назад мы выражали слабую надежду на то, что дефолты не примут массового характера, и эмитенты третьего эшелона без лишнего шума (= дефолтов) покинут российский рынок облигаций, либо исполняя оферты,

либо погашая свои выпуски. Напомним, что на середину весны средняя дюрация бумаг третьего эшелона составила порядка 0.7 лет, то есть до конца 2008 г. их ряды должны были сильно «поредеть». Сухая статистика свидетельствует о том, что эмитенты третьего эшелона покидают рынок: дюрация продолжает сокращаться, уровни доходностей еще летом были на запредельно высоких уровнях, что ограничивало появление новых выпусков на рынке.

В настоящее время объем бумаг третьего эшелона по номиналу оценивается в 600 млрд руб., однако по той причине, что в последнее время все выпуски предъявляются к погашению в полном объеме, реальный объем бумаг в обращении оценивается нами не более чем в 500 млрд руб. На рынке размещено свыше 400 выпусков более чем 350 эмитентов третьего эшелона.

НАКОПЛЕННЫЙ ОПЫТ

Ранее на основе анализа финансовых показателей и перспектив развития компаний среди представителей третьего эшелона мы выделили две основные группы. Первая — компании с высокой долговой нагрузкой, но хорошими перспективами развития (некрупные нефтяные предприятия, металлургия, крупные ритейлеры, ведущие девелоперы). Вторая — компании со слабым бизнесом и средними финансами. Если весной ближе всего к зоне риска были представители второй группы, то осенью из-за закрытия кредитных рынков в зоне риска оказалась и первая группа, которая считалась ранее относительно благополучной.

Отметим, что с момента ухудшения ситуации на кредитных рынках летом прошлого года многие эмитенты стали достаточно ответственно относиться к исполнению своих обязательств. Однако к текущей непростой рыночной ситуации вряд ли кто-то мог подготовиться на все 100%, и большинство компаний, допустивших дефолт в последнее время, вынуждены просить у кредиторов отсрочку.

За прошедшее время российская практика обогатилась более чем 30 примерами технических дефолтов, часть из которых переросла уже в реальные (см. Таблицу 1). По нашим оценкам, доля эмитентов, объявивших реальный дефолт, составляет чуть более 1% всех эмитентов, то есть пока на порядок меньше, чем исторические данные рейтинговых агентств. Среди пострадавших оказались в основном эмитенты третьего эшелона. Однако если летом среди дефолтов были «ожидаемые» — например, «Марта», СЗЛК и пр., — то в настоящее время в числе жертв оказываются те, кто раньше мог рассчитывать на поддержку извне или был способен расплатиться с кредиторами за счет реструктуризации бизнеса, продажи части активов. Например, в первой половине 2008 г. многим потенциальным кандидатам на дефолт удавалось покидать рынок облигаций, рефинансируя публичный долг банковским кредитом, и уже потом урегулировать ситуацию с задолженностью с кредиторами. Последний механизм отвечал интересам как должника (задолженность реструктуризировалась), так и кредиторов (получали дополнительное обеспечение и более высокую ставку). В ситуации обострения финансового кризиса данный механизм дал сбой (в конце сентября – начале октября была зафиксирована очередная волна дефолтов), и в большинстве случаев должники вынуждены были просить об отсрочке, обещая погасить облигации.

Пока рано говорить, когда бизнес адаптируется к новым «правилам игры» и насколько эффективными будут анонсируемые меры государства, направленные на поддержку наиболее завязанных на долговое финансировании секторов (розница, девелоперы и др.), тем не менее, текущая ситуация должна заставить эмитентов еще более ответственно подходить к исполнению своих обязательств.

ВРЕМЯ НА ПЕРЕОСМЫСЛЕНИЕ...

Весной в своем аналитическом материале мы уделили внимание анализу факторов, ответственных как за рост риска дефолтов, так и за их отсутствие. Исходя из формальных показателей долговой нагрузки, покрытия процентных платежей и др., мы оценили долю компаний, находящихся в «зоне риска», на уровне 15–20% (те, кто вызывал сомнения даже при выплате процентов по долгу). Отметим, что большинство компаний только сейчас в полной мере почувствовали рост стоимости заимствований, начавшийся еще осенью прошлого года: надо замещать короткие дешевые деньги, привлеченные еще в докризисные времена (до середины августа 2007 г.). В настоящее время мы не склонны пересматривать границы зоны риска.

В свою очередь, в значительной степени за отсутствие большого числа дефолтов отвечали и качественные неформализуемые факторы. Многие из них пришлось переоценить заново.

Влияние глобального кризиса. Россия впервые в новейшей истории испытала на себе влияние цикличности мировой экономики, поэтому пока никто не берется оценить глубину влияния этого кризиса. Очевидно, что прогноз роста на 2009 г. будет скорректирован в сторону уменьшения: с 7.0–7.5% до 5.5%, а то и до 0.0%. Пока правительство принимает меры, направленные на уменьшение глубины падения. Удастся ли? В любом случае, стоит ожидать замедления деловой активности компаний, ориентированных на сырьевые рынки, а также на внутренний потребительский спрос, и серьезной корректировки стратегии.

График 1. Погашения рублевых облигаций до 1.04.09

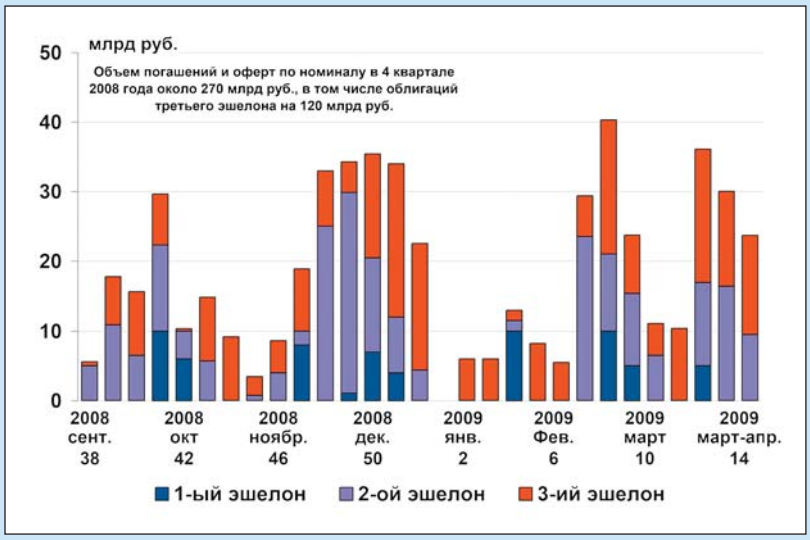

Таблица 1. Дефолты на рынке рублевых облигаций, декабрь 2007 г. – 27 октября 2008 г.

Выпуск	Сектор	Объем эмиссии (млн руб.)	Объем неисполненного обязательства (млн руб.)	О/К/П*	Дата неисполнения обязательства	Причина (де юре)	Дата исполнения обязательства	Дефолт
ОСМО	Строительство	1000	25	К	10.12.2007	–	технический	1
МК ЕВРОСЕРВИС	Пищевая промышленность	1500	1500	П	18.12.2007	Технические проблемы с перечислением средств платежному агенту	технический	2
Марта-1	Торговля	700	52	К	22.05.2008	Технические проблемы	технический	3
Марта-1	Торговля	700	700	П	22.05.2008	Технические проблемы	технический	4
Миннеско Новосибирск	Торговля/Лесная промышленность	500	34	К	12.06.2008	Сложное финансовое положение	реальный	5
Миннеско Новосибирск	Торговля/Лесная промышленность	500	435	О	16.06.2008	Сложное финансовое положение	реальный	6
Арбат-Престиж-1	Торговля	1500	79	К	23.06.2008	Технические проблемы	технический	7
Арбат-Престиж-1	Торговля	1500	1500	П	23.06.2008	Технические проблемы	технический	8
ГОТЭК	Целлюлозно-бумажная промышленность	1500	1035	О	23.06.2008	Временные проблемы с ликвидностью	технический	9
РадиоНет	Связь и телекоммуникации	1000	83	К	23.09.2008	Технический сбой платежного агента, а также ввиду нехватки средств в связи со сложной ситуацией на финансовых рынках	технический	10
Мострансавто	Транспорт	7500	n/a	О	25.06.2008	Технические проблемы	технический	11
Мострансавто	Транспорт	7500	479	К	26.06.2008	Технические проблемы	технический	12
ДЕРЖАВА-ФИНАНС	Сельское хозяйство	1000	82	К	29.07.2008	Краткосрочные затруднения с ликвидностью	технический	13
АГРОХОЛДИНГ	Сельское хозяйство	1000	266	О	01.08.2008	Технические проблемы с перечислением средств платежному агенту	технический	14
Марта-3	Торговля	2000	155.42	К	02.08.2008	Несвоевременное обеспечение эмитентом платежного агента денежными средствами для осуществления выплат	реальный	15
Марта-3	Торговля	2000	1202	О	06.08.2008	Отсутствие у компании денежных средств для осуществления выкупа облигаций	реальный	16
ДЕРЖАВА-ФИНАНС	Сельское хозяйство	1000	199	О	07.08.2008	Краткосрочные затруднения с ликвидностью	реальный	17
АЛПИ	Торговля	1500	1440	О	26.08.2008	Временные проблемы с ликвидностью	реальный	18
СЗЛК	Целлюлозно-бумажная промышленность	1000	57.34	К	02.09.2008	–	реальный	19
СЗЛК	Целлюлозно-бумажная промышленность	1000	n/a	О	04.09.2008	–	реальный	20
Дикси-Финанс-1	Торговля	3000	138	К	18.09.2008	Технические проблемы	технический	21
Сувар-Казань-1	Строительство	900	68	К	30.09.2008	Техническая ошибка при переводе денежных средств платежному агенту	технический	22
НПО-Сатурн	Промышленность	2000	125.34	К	22.09.2008	Технические проблемы	технический	23
НОК	Металлургия	400	387	О	02.10.2008	Временные проблемы с ликвидностью	технический	24

* *К – купон, О – оферта, П – погашение*

Источник: данные ТРАСТ

Стратегические инвесторы. В свете неопределенности дальнейших экономических перспектив инвесторы не спешат принимать решений о выходе на российский рынок. Очевидно, что сейчас рынок покупателя, а не продавца, и в такой ситуации лучше пока не спешить — время на стороне покупателя. Еще полгода назад мы выражали сомнения касательно возможности дефолта компаний с сильными рыночными позициями. Когда рынки демонстрировали стремительный рост, мало кто был заинтересован в банкротстве перспективного бизнеса, и очень многие рассматривали его покупку как возможность закрепиться в одном из сегментов российской экономики.

Снижение стоимости бизнеса. С начала мая этого года рынок российских акций упал более чем на 70%. В результате некоторые компании стали стоить меньше, чем величина денежных средств на их балансе. Где новые ориентиры? Когда рынок восстановится? На данные вопросы пока сложно найти ответы. Тем не менее, обвал цен на фондовом рынке отрицательно сказался и на стоимости бизнеса непубличных компаний. В результате, переоценив бизнес или некоторые активы компании, можно прийти к выводу, что их величина гораздо меньше объема долга, хотя полгода назад ситуация была противоположной. Шансы компаний на выживание в новых условиях заметно снизились.

Поддержка акционеров. К ведению бизнеса в условиях глобального финансового кризиса мало кто мог быть готов. В такой ситуации возможности ряда акционеров заметно сократились. Если раньше часть собственников могли привлекать кредиты под залог доли в своем бизнесе, то сейчас эта возможность сильно сократилась, и многие собственники заняты спасением наиболее ценных активов своей империи, построенной на заемные деньги.

Репутация. По-прежнему важный фактор. Однако если денег нет и нет уверенности в том, что они в обозримом будущем появятся, то не запятнать кредитную историю вряд ли удастся. Тем более когда «сыпятся» уважаемые институты с более чем полуторавековой историей.

Неформальное решение проблем. До последнего времени склонность к «кулуарному» решению проблем была одной из важнейших причин, по которой сложности эмитентов редко попадали в поле зрения широкого круга кредиторов. Сторонам удавалось достигнуть консенсуса относительно условий рефинансирования еще до наступления срока платежа. Однако за последние пару месяцев банкиры стали более прагматичными, усилив свой риск-менеджмент и предпочитая в текущей непростой ситуации с деньгами аккумулировать ликвидность для решения своих проблем, а не кредитовать компанию даже под очень высокую процентную ставку.

НА ЧТО НАДЕЯТЬСЯ?

На господдержку. Фактор господдержки пока никуда не делся. Однако возможности государства ограничены, тем более когда на помощь претендуют не те, кто в ней нуждаются, а те, кто может ее получить. Поэтому в случае затяжного финансового кризиса значение данного фактора придется пересмотреть.

График 2. Структура погашения рублевых облигаций до конца года

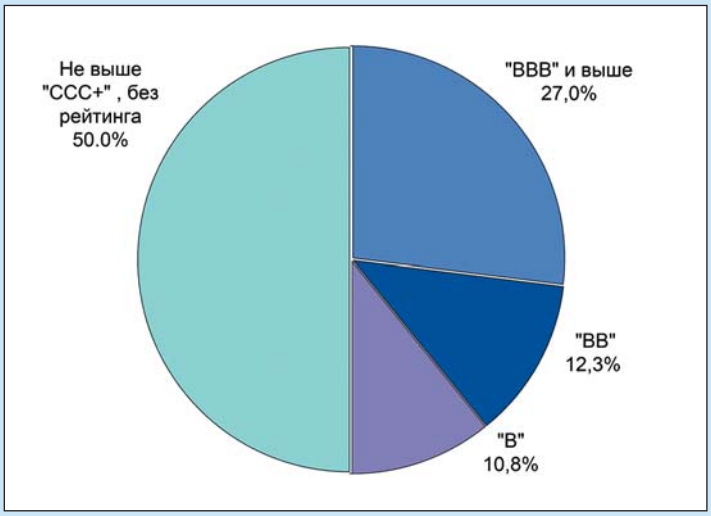

График 3. Структура погашения рублевых облигаций третьего эшелона по отраслям, IV кв. 2008 г.

На себя и кредиторов. У тех, кому на прямую помощь государства надеяться не приходится, есть возможность попытаться договориться об отсрочке исполнения обязательств с кредиторами. В пользу такого урегулирования свидетельствует и то, что практика банкротств не всегда позволяет кредиторам достичь желаемого результата. Однако должны быть веские аргументы для того, чтобы кредиторы поверили и согласились на отсрочку.

ЧТО ЖДЕТ ВПЕРЕДИ?

Похоже, что до конца года мы можем стать свидетелями еще нескольких дефолтов: некоторые компании уже заявили, что у них могут возникнуть проблемы при исполнении обязательств. В 4 квартале 2008 г. эмитенты рублевых облигаций должны исполнить обязательства по выпускам на общую сумму порядка 260 млрд руб. (по номиналу), из которых на более рискованный третий эшелон приходится 120 млрд руб. (около 90 выпусков). Обратим внимание, что более половины погашений облигаций третьего эшелона приходится на декабрь. Напомним, что предыдущий пик платежей по обязательствам третьего эшелона приходился на июнь этого года, когда были зафиксированы пять технических дефолтов. Среди наиболее рискованных компаний были ритейлеры и предприятия сельского хозяйства. В 4 квартале на них должно прийтись более трети всех погашений.