Олег Соломин,
начальник аналитического управления,
банк «Петрокоммерц»

DISTRESSED-романтики

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БИЗНЕС, БУДУЧИ ПУБЛИЧНЫМ ПО СВОЕЙ ПРИРОДЕ, ОБЛАДАЕТ ВСЕМИ АТРИБУТАМИ «ЗВЕЗДНОЙ ЖИЗНИ»: ОРЕОЛ ТАИНСТВЕННОСТИ, ПОВЫШЕННОЕ ВНИМАНИЕ ПРЕССЫ, РОМАНТИЗМ СВЕРХПРИБЫЛЬНЫХ СДЕЛОК И СООТВЕТСТВУЮЩИХ ГОНОРАРОВ. ЧТО МОЖЕТ БЫТЬ РОМАНТИЧНОГО В КОЛОНКАХ ЦИФР, СЛОЖНЫХ МАТЕМАТИЧЕСКИХ РАСЧЕТАХ, ЕЖЕДНЕВНОЙ РУТИНЕ ПО СВЕРКЕ ПОЗИЦИИ? НО И В ЭТОЙ РАБОТЕ НАСТУПАЕТ ПОРА, КОГДА НЕОБХОДИМО ОТБРОСИТЬ В СТОРОНУ КАЛЬКУЛЯТОРЫ И ПРИСТУПИТЬ К КРАЙНЕ ТВОРЧЕСКОЙ РАБОТЕ ПО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ DISTRESSED BONDS.

В обыденной же транскрипции это означает взыскание проблемной задолженности — работа с проблемными облигациями эмитентов, чье финансовое состояние можно охарактеризовать как банкротство или почти банкротство. Что же притягивает отдельные группы инвесторов к столь агрессивной стратегии и чем она отличается от работы, например, с акциями третьего эшелона?

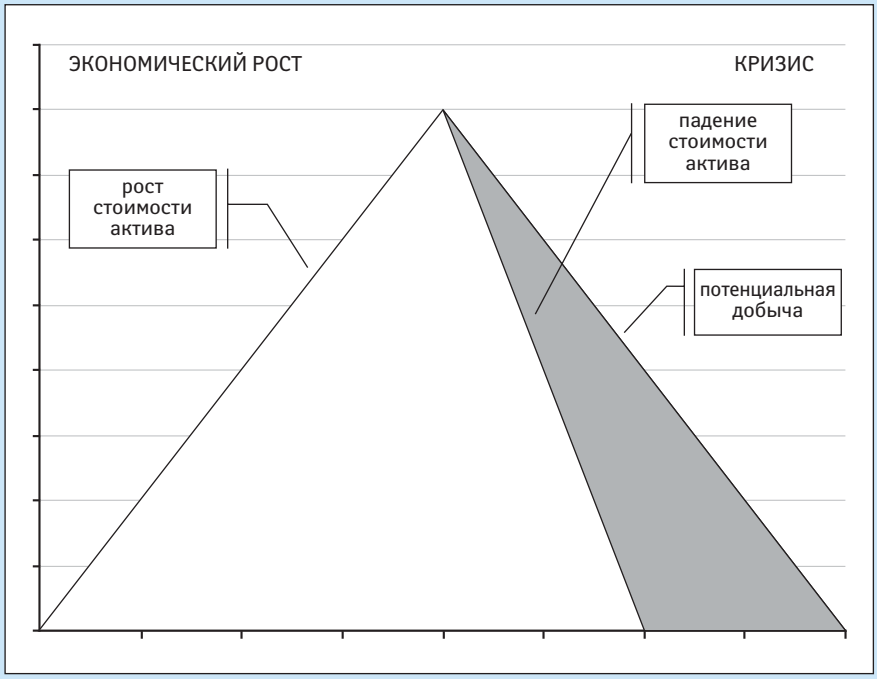
Прелесть работы с проблемными облигациями по сравнению с акциями — сопоставимые уровни доходности при наличии преимущественного права требования исполнения обязательств. Это означает, что если для большинства акционеров организаций-банкротов recovery value стремится к нулю, то размер возврата инвестиций в долговые инструменты выглядит более существенным.

КРИЗИС ДАЕТ РАБОТУ

Экономический рост всегда сопровождается ростом активов, зачастую не всегда обоснованным. В популярной экономической литературе это теперь принято называть «пузырями». Но встречаются не только «пузыри» как отдельные сектора экономики, но и компании-пузыри.

Компании-пузыри быстро надувались с помощью кредитного плеча и так же быстро сдуваются, как только компания разочаровывает инвесторов или, что более вероятно, когда заканчивается деловой цикл и закрываются рынки капитала. Человеческая психология в данном случае действует сообразно пружине, которая долго растягивалась, что означало довольно слабую экспертизу рисков, но теперь уже в обратную сторону.

Рисунок 1.
Как появляется стоимость для управляющих проблемным долгом



Закрываются лимиты, срабатывают административные стоп-лоссы… и в результате справедливое/возможное значение стоимости долга остается далеко позади. Собственно, именно этот «перелет» и создает возможность для инвестора получить добычу. Правда, стоит отметить, что лишь создает возможность(!), а не гарантирует, как склонны утверждать отдельные эксперты. Почему мы так осторожны в гипотезах? Просто потому что понятие справедливой стоимости (recovery value) очень зыбко и для крепко стоящей на ногах компании в годы благоденствия. Что же можно говорить про терпящего бедствие эмитента в смутное время. Здесь все зависит от искусства, во-первых, найти необходимую информацию для оценки, во-вторых, вступить в переговорный процесс с топ-менеджментом эмитента и его владельцами. И все это необходимо сделать в предельно сжатые сроки. В противном случае сделка может уйти к конкуренту или начнется судебное преследование компании. И то, и другое резко снижает шансы на получение вознаграждения, соразмерного риску, которому подвергает себя инвестор.

Работа с проблемными долгами — сезонная работа. После периода тучных лет, когда уверенность доминирует, а опасений нет, наступает пора расплаты за прежнее пренебрежение рисками. Собственно говоря, без кризиса в той или иной степени тяжести бизнесом, связанным с проблемными облигациями, можно заниматься лишь в экспериментальных масштабах. Так, до событий прошлого года проблемы на рынке российского публичного рублевого долга возникали лишь у банков-эмитентов в период кризиса, о котором не принято говорить (2004 год), да у считанных единиц предприятий. Все остальные заемщики, несмотря на тревожные коэффициенты и абсолютные показатели долговой нагрузки, исправно рефинансировались, наращивая долговую нагрузку вплоть до закрытия «окон» и «форточек» на рынках капитала. Ненормальность такого безрассудного поведения кредиторов с академической точки зрения объяснялась исключительной агрессивностью их модели бизнеса, которая базировалась на концепции захвата рыночной доли любой ценой. Это, впрочем, наблюдалось не только среди кредитных институтов, но и среди компаний любых секторов экономики. Захват рыночной доли был необходим как с точки зрения борьбы с конкурентами, так и с точки зрения максимально быстрого расширения размера бизнеса до уровня too-big-to-fail (стать градообразующим предприятием/банком, а еще лучше — федерального масштаба). Размер фактически оказывал, да и по-прежнему оказывает влияние как на ценообразование на рынках капитала, так и на объемы и доступность последующих заимствований (пусть это и выглядит как экономический примитивизм).

Работа с проблемными долгами не только подпадает под понятие «сезонная работа», но и вполне соответствует понятию «контрциклическая». Что это означает? Означает, что заслуженного (в том числе и в ироническом значении этого слова) отдыха для инвестиционных банкиров в годы рецессии не наступает.

Причем такая вот «сверхнормативная» занятость может реализовываться по двум сценариям. Во-первых, это вынужденный выбор. Тот случай, когда высокая склонность к риску и/или слабая экспертиза рисков приводит к появлению в портфеле ценных бумаг трудных эмитентов. Второй сценарий — это осознанный выбор работы с долгами компаний, попавших в затруднительное положение.

В любом из вышеперечисленных случаев работу с проблемными долгами, или, говоря более академично, с «инвестиционными идеями на рынке проблемных долгов», вряд ли можно назвать инструментом для «инвесторов с улицы». В этом бизнесе важны личные контакты с эмитентом, владельцами эмитента и доступ к информации от эмитента. Не секрет, что компании, находящиеся в тяжелом положении, становятся максимально непрозрачными, даже закрывая глаза на нарушения норм о раскрытии информации по публичным заемщикам. Да и выработка решения по выбору пути реструктуризации — уникальный процесс, который для сторонних инвесторов, не входящих в круг обсуждения плана реструктуризации, практически недоступен. Мы намеренно обходим стороной агрессивный путь работы с проблемными долгами, когда инвестор бросается в омут судебных тяжб и гонений эмитента. Хотя и в этом случае непосредственный доступ как к информации по эмитенту, так и к самому эмитенту и его владельцам крайне важен и повышает шансы на возврат инвестиций.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ ДЛЯ ИЗБРАННЫХ

Проблемные долги характеризуются как субъективными характеристиками (негативный новостной фон), так и вполне объективными (низкий уровень котировок). Утверждать, что же должно быть надежным индикатором для классификации, трудно, но нас, инвесторов, рассматривающих данные активы как возможность для значительного дохода, интересует прежде всего параметр низкой цены, который, собственно, и приводит к тем баснословным доходам, о которых пишут в газетах и расходятся слухи.

Если переходить к практическим советам, а именно к поиску идей на рынке облигаций в концепции distressed debt, то необходимо, вооружившись карандашом, пройтись по таблицам итогов торгов и обратить внимание на долги с абсолютно и относительно низкой ценой. Какой это будет уровень? Экспертно полагаем, что это менее половины стоимости долга от номинала. Речь в таких случаях о спредах к безрисковым активам, к ставке по облигациям Министерства финансов РФ идти ни в коем случае не может. Только во времена экономического роста «мусорные» облигации могли иметь спреды к государственному долгу, измеряемые процентными пунктами, в кризис речь может идти только о процентах от номинала.

Выделив для себя группу данных облигаций (мы их условно определяем как «антиломбардный» список с параметрами выше 50% годовых и ниже 50% от номинала), можно приступить к оценке бизнеса эмитента, оценке возможностей контакта с эмитентом и его владельцами, оценке возможностей переговорного процесса с основными группами держателей, оценке возможностей по инвестированию в данный инструмент. Причем последний пункт может стать непреодолимым препятствием для реализации инвестиционной идеи в силу низкой рыночной ликвидности. Поэтому немаловажным фактором для работы на рынке является имеющийся «довоенный» опыт: опыт размещений, опыт организации ликвидного рынка, опыт платежного агента. Это создает необходимую базу контактов в деловой среде, как среди эмитентов — потенциальных банкротов, так и среди участников рынка — потенциальных потерпевших.

Почему это до сих пор возможно?! Ведь все об этом знают, должны знать… Хотя теории перенесения рисков с одних контрагентов на других и подставили подножку «нечистоплотные» инвестиционные банкиры, упоминавшие о рисках тех или иных схем инвестирования самым маленьким шрифтом либо вообще уповавшие на фразу «Это никогда не случится, потому что невозможно»; рискнем предположить, что в нашем случае это все же имеет место. Ответ достаточно простой и прозрачный. Инвестор, расстающийся с долгом по казалось бы бросовым ценам, уплачивает своего рода страховку или оставляет франшизу рынку (как кому нравится), чтобы избежать дальнейшей пугающей и, возможно, разрушительной неопределенности. Ведь то, что мы определили как «добычу» на проблемных долгах, а именно разница между гипотетической справедливой стоимостью долга и рыночной стоимостью, — всего лишь возможность. Реализация данной возможности есть «альфа» управляющего с этой самой проблемной задолженностью (то есть исключительно и безусловно его личные умения как в оценке долга, так и в оценке вероятности возврата вложенных средств).

МИНУС НА МИНУС ДАЕТ ПЛЮС

Говоря об инвестиционных идеях на рынке проблемной задолженности, необходимо также отметить не только романтизм сделок, приносящих многие проценты годовых дохода, который часто ассоциируются с достаточно агрессивным проявлением инвестиционной активности, сопоставимой с татаро-монгольским игом (да не обидятся представители данных народов на данное определение, русские на это уже не обижаются не одну сотню лет).

Не хочу идеализировать, но и не могу не отметить в целом положительную роль данных инвесторов, зачастую выводящих компании из инвестиционных тупиков. Ведь они как никто другой заинтересованы в возврате инвестиций. И именно у них в последнюю очередь опускаются руки в отличие от владельцев, менеджеров эмитента и уж тем более пассивных портфельных инвесторов, рассчитывавших лишь на регулярную стрижку купонов и погашение и уж никак не на разработку финансовых схем, участие в реорганизации и реструктуризации. И именно поэтому мы полагаем, что менеджеры по работе с проблемным долгом в целом оказывают значительную поддержку долговому рынку.

Во-первых, по линии помощи портфельным инвесторам, попавшим в затруднительное положение неосознанно, то есть допустившим просчеты в оценке рисков и неспособным проводить необходимые корпоративные процедуры по взысканию долга. В этом случае активная работа менеджеров по проблемным активам может привести к тому или иному плану реструктуризации, что заведомо лучше списания или длительного судебного разбирательства с низкими шансами на возврат инвестиций.

Во-вторых, менеджеры по работе с проблемным долгом, как мы уже отмечали выше, помогают (конечно же, за плату) компаниям не только рассчитаться с долгами, но и сохранить свой бизнес, предложив компромиссную структуру сделки по реструктуризации долга.