

ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ ПРОБЛЕМНЫХ И ФИНАНСОВО НЕУСТОЙЧИВЫХ КОМПАНИЙ В РОССИИ: СЕГОДНЯ И ЗАВТРА

Р.В. ПРОТАСЕВИЧ,

*преподаватель,
Государственный университет – Высшая школа экономики,
г. Москва*

Инвестирование в компании, находящиеся в состоянии кризиса, является одним из наиболее доходных, но в то же время и одним из наиболее рискованных способов вложения денег. В период, когда компания сталкивается в своей деятельности с существенными трудностями финансового или операционного характера и несёт убытки, наиболее консервативные инвесторы массово избавляются от акций и облигаций такой компании. Предложение этих ценных бумаг резко растёт, в то время как спрос на них, напротив, падает, что ведёт к падению котировок. Важно, что стоимость акций и облигаций проблемной компании будет крайне низка даже в тех случаях, когда используемая бизнес-модель жизнеспособна и в перспективе может генерировать стабильные положительные денежные потоки. Покупка ценных бумаг в этот момент может обернуться высокой прибылью в будущем, когда кризис будет преодолён и деятельность компании стабилизируется. В то же время, если компания не сможет справиться с негативными тенденциями, инвестор понесёт существенные убытки, причём их вероятность значительно выше, чем в случае инвестиций в изначально стабильные компании.

На Западе практика вложения капитала в кризисный и финансово неустойчивый бизнес развита в большей степени, чем в России. До недавнего времени в нашей стране в данной области действовали в основном узкоспециализированные организации, которые покупали проблемную компанию целиком, заменяли старую команду менеджеров своими специалистами и активно участвовали в оздоровлении бизнеса, либо распродавали его активы, если по-отдельности их стоимость была выше. Объектом вложения в таких случаях, как правило, выступали сравнительно небольшие компании, чьи ценные бумаги не обращаются на фондовом рынке и не доступны широкому кругу инвесторов. В США и Европе размер сделок с проблемными акциями и долгами бывает существенно выше, а инвесторы, действующие в данной сфере, могут достигать крупных размеров и, соответственно, предоставлять более значительный объём финансирования компаниям, оказавшимся в ситуации финансовой неустойчивости. Например, специализированные подразделения по инвестициям в проблемный бизнес имеются у крупнейших международных инвестиционных банков, такими вложениями занимаются некоторые хедж-фонды, управляющие компании фондов рискованных инвестиций и др. Можно ожидать, что инвестирование в проблемные компании в России в будущем тоже будет расти и развиваться, что связано со следующими факторами:

1. Увеличение числа публичных компаний и компаний-эмитентов облигаций. Ценные бумаги таких компаний доступны более широкому кругу инвесторов, а вероятность того, что некоторое число таких компаний столкнётся с финансовыми трудностями, становится выше. В результате расширяется круг инструментов, с которыми может работать инвестор, имеющий высокую склонность к риску.
2. Снижение «качества» эмитентов. Если ранее на российском фондовом рынке обращались ценные бумаги сравнительно небольшого числа крупных и стабильных

корпораций, то теперь на этот рынок массово выходят компании второго-третьего эшелона, чьё финансовое положение подвержено большему количеству рисков. Таким образом, вероятность возникновения финансовых затруднений у кого-либо из эмитентов ценных бумаг растёт в большей степени, чем само количество эмитентов.

3. Прогнозируемая некоторыми аналитиками в среднесрочной перспективе смена стадии экономического цикла с повышательной на понижательную приведёт к росту числа компаний, не способных обслуживать кредиты, привлечённые в более благоприятных экономических условиях и, соответственно, росту рынка проблемных акций и облигаций.
4. Наметившийся в последнее время интерес крупных западных игроков к инвестированию в российские проблемные акции и долги.

В апреле 2007 года был выпущен аналитический отчет МДМ-Банка [1], констатирующий появление на российском фондовом рынке сегмента distressed debt, т.е. сегмента облигаций эмитентов с ухудшившимся кредитным качеством, на котором рискованные инвесторы могут зарабатывать до 100% годовых. По подсчетам аналитиков банка, за первый квартал 2007 года этот сегмент вырос более чем вдвое и достиг объема 1,2 млрд долл. Количество эмитентов, выпустивших облигации с доходностью более 15% годовых (именно такие облигации в исследовании МДМ-Банка относятся к категории distressed debt), в конце 2006 года составляло десять, то в апреле 2007 года таких эмитентов насчитывалось уже около тридцати. При этом в графе «доходность» появились такие непривычные для российского рынка значения, как 20%, 30%, 40% или даже 100% годовых. Рост количества высокодоходных облигаций происходит преимущественно за счет облигаций второго эшелона, которые резко потеряли в цене из-за неблагоприятных корпоративных событий и утратили ликвидность по причине закрытия банками лимитов на эмитента. По прогнозам авторов исследования, в дальнейшем рынок высокорискованных облигаций будет расти прямо пропорционально всему рынку: «Если фондовые индексы за год вырастут на 30%, то и высокорискованных облигаций станет больше на треть», – считает один из них, аналитик МДМ-Банка Михаил Галкин.

Текущее развитие российского рынка инвестиций в ценные бумаги финансово неустойчивых компаний, равно как и международный опыт, свидетельствует, что вложение капитала в проблемные активы, по всей видимости, должно стать не просто одним из видов инвестирования, а специфической областью специализации отдельных инвесторов. Это связано с целым рядом объективных обстоятельств. Прежде всего, вложение средств в проблемные компании для обычного инвестора не очень привлекательно, поскольку связано с дополнительными издержками. Как отмечает Бен Бранч (Ben Branch) в статье «The Costs of Bankruptcy – a Review» [5, p. 39–57], после возникновения в компании финансовых трудностей инвестор фактически становится владельцем новых ценных бумаг с изменёнными характеристиками. Он должен тратить дополнительные ресурсы (прежде всего временные, но в некоторых случаях и финансовые) на мониторинг состояния проблемной компании, а кроме того несёт добавочные издержки при реализации её ценных бумаг, которые становятся менее ликвидными и пользуются меньшим спросом на рынке.

Вторым существенным фактором, ограничивающим участие «среднестатистического инвестора» в покупке долгов и акций проблемной компании, является необходимость обладать специализированными знаниями и навыками для достижения успеха в этом высокорискованном виде деятельности, в частности:

1. Финансовый анализ, направленный на оценку жизнеспособности бизнеса, для выбора из всех терпящих бедствие компаний только тех объектов вложения, которые в долгосрочной перспективе способны принести прибыль за счёт устранения причин кризиса и восстановления нормальных операций.
2. Знания и опыт в области антикризисного менеджмента для оценки шагов руководства проблемной компании по преодолению возникших трудностей и, в случае наличия такой возможности, самостоятельного участия в разработке и реализации антикризисной программы (для последнего, как правило, требуется приобрести достаточно большой пакет акций проблемной компании либо, в некоторых случаях,

- консолидировать в своих руках существенную часть её долговых обязательств).
3. Умение адекватно оценивать стоимость проблемных ценных бумаг, реалистично определять их перспективы и эффективно вести переговоры о покупке.
 4. Способность управлять портфелем инвестиций в проблемные компании и разумно диверсифицировать риски – портфель вложений в финансово неустойчивые компании имеет некоторые особенности, которые делают управление им более сложным занятием по сравнению с управлением портфелем обычных ценных бумаг.

Финансовый анализ. Основной целью финансового анализа проблемных компаний является определение причин кризиса и имеющихся возможностей их устранения. Вложение средств в финансово неустойчивую компанию оправданно только тогда, когда инвестор ясно понимает природу возникших сложностей и высоко оценивает способность руководства компании с ними справиться.

Причины финансовой неустойчивости можно разделить на внешние и внутренние. К первым относятся те, которые не зависят от самой компании и являются следствием неблагоприятных изменений в рыночной конъюнктуре. Вторые вытекают из недостаточно эффективной организацией деятельности внутри компании и связаны с различного рода управленческими просчётами, неэффективными бизнес-процессами, недостаточной диверсификацией бизнеса и др. Как отправную точку анализа можно использовать классификацию внешних и внутренних причин финансовой неустойчивости компании, приводимую в таблице ниже [9]¹:

Внешние причины	Внутренние причины
<ol style="list-style-type: none"> 1. Неблагоприятные изменения в рыночном спросе. 2. Усиление конкуренции на рынке и появление новых более сильных игроков. 3. Развитие альтернативных технологий и возникновения новых товаров-субститутов. 4. Неблагоприятные изменения в ценах на основные ресурсы. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Плохое управление. 2. Слабый финансовый контроль. 3. Неэффективное управление оборотным капиталом. 4. Высокие затраты. 5. Неэффективный маркетинг. 6. Нарастание объёма продаж в ущерб прибыльности. 7. Недостаточная диверсификация бизнеса. 8. Неудачные поглощения. 9. Неэффективная финансовая политика. 10. Неэффективная организационная структура.

Хорошее понимание источников существующих проблем, которому помогает данная группировка и её аналоги, позволяет ясно разобраться в природе конкретного кризиса, наметить возможные шаги по его преодолению и сопоставить свои заключения с предложениями менеджмента терпящей бедствие компании.

Очевидно, что представленная систематизация источников финансовой неустойчивости в значительной степени условна, поскольку на практике любой кризис, как правило, вызывается не одной, а сразу несколькими из перечисленных причин, причём в каждом случае это может быть своя комбинация, определяющая индивидуальные особенности того или иного кризисного положения. Также следует иметь в виду, что многие из рассматриваемых причин нестабильности компании можно разделить на несколько более мелких (например, вместо «Неблагоприятных изменений рыночного спроса» рассмотреть различные возможные факторы, вызывающие такие изменения) или, напротив, объединить друг с другом как тесно взаимосвязанные. При желании все причины финансовой неустойчивости можно в конечном итоге свести к плохому управлению – ведь если компания управляется хорошо, то в её деятельности не будут присутствовать никакие из внутренних факторов кризиса, а на любые неблагоприятные внешние изменения она будет давать своевременный и адекватный ответ, помогающий избежать финансовых затруднений. Представляется, однако, что сведение всех проблем бизнеса к проблеме плохого управления слишком упрощает ситуацию и не даёт достаточного материала для дальнейшего

¹ В книге также приводится подробный анализ перечисленных источников кризиса и разбор их на отдельные составляющие.

анализа, что неприемлемо в случае необходимости принимать какие-либо практические решения в отношении данной компании и инвестиций, сделанных в неё. Некоторые эмпирические исследования показывают, что кризис чаще вызывается внутренними сложностями компании, чем общим снижением рынка. Об этом говорит, например, Ричард Витэкер в своей работе «Начальная стадия финансового кризиса», опубликованной в 1999 году и охватывающей выборку из 267 американских компаний, оказавшихся в положении финансовой неустойчивости в период с 1980 по 1992 гг. [10, р. 123–133].

Определив основные источники финансовой неустойчивости, инвестору важно понять, способна ли компания – потенциальный объект инвестиций преодолеть выявленные негативные тенденции. Для этого следует обратить внимание на следующие вопросы:

1. Реалистичность финансовых прогнозов компании и их соответствие прошлой практике – может ли компания приносить прибыль в долгосрочной перспективе с учётом воздействия на бизнес внешних сил (конкуренция, госрегулирование, динамика спроса на продукцию и др.) и имеющихся внутренних ресурсов? Насколько соотносятся планы компании на будущее с её реальными достижениями в прошлом?
2. Степень и острота кризиса – если компания способна приносить прибыль в долгосрочной перспективе, то есть ли причины, по которым компания не сможет продолжить свою деятельность (например, банкротство, арест и отчуждение основных производственных активов, вынужденная срочная продажа ключевых подразделений и направлений бизнеса и т.п.)?
3. Оценка руководства – если есть стратегия, позволяющая компании избежать расформирования в краткосрочном периоде и обеспечить доход в будущем, сумеет ли руководство компании реализовать такую стратегию?

Способность инвестора в проблемный бизнес получить максимально полные и достоверные ответы на перечисленные вопросы во многом определяет, насколько привлекательные объекты для инвестирования он будет выбирать в свой портфель вложений и, соответственно, каковы будут риски и доходность у этого портфеля.

Антикризисный менеджмент. Опыт западных стран показывает, что компаниям, оказавшимся в состоянии финансовой неустойчивости, следует уделять большое внимание информированию инвесторов о текущем состоянии бизнеса и предпринимаемых шагах по преодолению возникших проблем. Отсутствие информации или, тем более, попытку со стороны менеджеров исказить реальное положение дел, инвесторы воспринимают крайне негативно, что ведёт только к усугублению кризиса – цена акций продолжает падение, кредиторы реализуют права залога и накладывают арест на активы, торговые кредиторы прекращают поставки необходимых для производства сырья и материалов. Чтобы избежать подобных проблем, финансово неустойчивая компания на Западе обычно тратит много усилий на переговоры и установление доверительных отношений со всеми заинтересованными сторонами, предоставляя максимально объективную информацию обо всех существенных аспектах антикризисного плана. Для получения прибыли на операциях с акциями и долгами проблемных компаний, инвестору необходимо уметь «прочитать» предложенную менеджментом программу действий, оценить ожидаемую эффективность предусмотренных мер по противодействию кризису, определить существующие риски и ограничения в реализации намеченного плана.

Хорошая антикризисная программа должна включать программу конкретных действий в следующих ключевых направлениях:

1. Меры по стабилизации ситуации. К мерам подобного рода относятся шаги по быстрому сокращению (или приостановке) расходов, восстановлению контроля и управляемости, продаже второстепенных и избыточных активов, повышению качества прогнозирования и управления остатками денежных средств, привлечению краткосрочного финансирования (когда требуется) и т.п.
2. Изменения в системе управления. Каковы бы ни были причины кризисной ситуации, плохое управление – одна из них. Соответственно, для преодоления возникших сложностей компаниям зачастую требуются коренные изменения в системе управления, такие как привлечение новых руководителей и менеджеров среднего звена, наём новых сотрудников с недостающими компании специализированными

знаниями в той или иной области, перераспределение полномочий и сфер ответственности, изменение схемы взаимодействия подразделений и т.п. Опыт показывает, что компании при проведении реструктуризации чаще предпочитают сменить высшее руководство, чем заменять менеджеров среднего звена [1]. Это, по всей видимости, связано с тем, что в условиях кризиса роль лидеров компании ещё более высока, чем в годы спокойного существования бизнеса. Кроме того, быстрая замена среднего управленческого звена в кризисной ситуации может быть достаточно затруднительна, поскольку его участники более многочисленны и в совокупности обладают большим объёмом неформализованных сведений о принципах деятельности компании, передача которых приемникам в короткий срок невозможна.

3. Пересмотр стратегии. Реализация срочных стабилизационных мер не обеспечивает достижения прибыльности и финансовой устойчивости в долгосрочной перспективе – для этого компании требуется критически пересмотреть свои стратегические ориентиры. Важными шагами в данном направлении в зависимости от ситуации могут стать выход из непрофильных или низкоприбыльных рынков, концентрация усилий на небольшом количестве товаров и направлений деятельности (либо, реже, наоборот увеличение степени диверсификации бизнеса), сокращение одних активов и инвестирование в другие, передача ряда функций на аутсорсинг и т.п.
4. Улучшение бизнес-процессов. Неэффективная организация отдельных бизнес-процессов зачастую является одной из первопричин кризиса, поэтому антикризисная программа должна предусматривать радикальные изменения в соответствующих областях. Сюда можно отнести укрепление систем внутреннего планирования и контроля, преобразование системы маркетинга и продаж, новые инициативы по управлению расходами и сокращению затрат и др.
5. Финансовая реструктуризация и взаимоотношения с заинтересованными сторонами. Кредиторы проблемной компании и другие заинтересованные стороны зачастую имеют решающий голос в вопросе о сохранении её как единого целого. Для успешной реализации антикризисной программы необходимо, чтобы содержание этой программы было понятно изложено всем заинтересованным лицам и согласовано с ними. В этом случае компания не будет сталкиваться с противодействием, сумеет перенести сроки платежей при временной нехватке денежных средств, а также с большей вероятностью сможет получить новое финансирование для реализации своих планов по реструктуризации, когда таковое необходимо.

Важным аспектом антикризисной программы является её стоимость – меры по реструктуризации и борьбе с кризисом должны быть эффективны и не требовать финансовых вливаний в проблемную компанию больших, чем финансовые выгоды, которые такая реструктуризация может дать. Данное требование обусловлено как простым здравым смыслом, так и тем фактом, что возможности проблемной компании привлекать новое финансирование, как правило, существенно ограничены. Большинство кредиторов крайне неохотно предоставляют дополнительные финансовые ресурсы и/или рассрочку платежей по старым кредитам, когда компания столкнулась с трудностями, и для того чтобы получить время и средства на проведение реструктуризации у менеджмента должны быть весомые, рациональные и понятные аргументы. В идеале эффективность каждой из предусмотренных антикризисных мер должна быть отдельно оценена по критерию «выгоды/затраты на осуществление». Также следует помнить о правиле «20 на 80»: обычно двадцать процентов возможных действий по спасению компании дают восемьдесят процентов эффекта, и хорошая антикризисная программа, учитывающая ограниченность финансовых и временных ресурсов, должна концентрироваться именно на этих основных направлениях, не расплываясь на менее существенные области.

Инвестор, умеющий анализировать антикризисные программы и оценивать их потенциальную эффективность, получает важное преимущество перед прочими игроками на рынке, поскольку может купить ценные бумаги проблемной, но жизнеспособной компании в нижней точке, пока намеченные шаги по преодолению кризиса ещё не оказали своего позитивного влияния на фактические показатели деятельности и рынок не успел отреагировать на это повышением котировок. В тех ситуациях, когда инвестор имеет возможность непосредственно влиять на процесс формирования программы по восста-

новлению бизнеса, знания в области антикризисного менеджмента становятся ещё более ценными и могут принести большой доход.

Оценка проблемных ценных бумаг при покупке. Очевидно, что компания, столкнувшаяся с финансовыми и операционными проблемами, даже после успешной реструктуризации вряд ли сможет сразу показывать результаты, сопоставимые с показателями более успешных участников отрасли. Ряд эмпирических исследований говорят о том, что деятельность компаний сразу вслед за реорганизацией обычно не очень успешна – см. например работы Гилсона [6], Ло Пуки и Витфорда [8], Хотчкисс [7]. Инвестор в ценные бумаги проблемной компании должен ожидать не самые блестящие результаты этой компании и договориться о соответствующем дисконте при покупке, аргументировано обосновав свою позицию перед продавцом. Заметим, что в настоящее время в России добиться разумной цены при вложении денег в кризисную компанию бывает непросто, поскольку ценовые ожидания продавцов проблемных активов часто бывают завышены. Так, например, по данным коллекторских агентств, некоторые российские банки не готовы продавать неработающий долг менее чем за 80% от его суммы, даже когда шансы на погашение такого долга крайне низки [2]. Разница в ценовых ожиданиях исправляется, когда ценные бумаги финансово неустойчивой компании обращаются на организованном фондовом рынке и цена на них формируется в процессе рыночных торгов, однако далеко не все проблемные компании котируются бирже.

Управление портфелем «проблемных» инвестиций и диверсификация. С точки зрения техники управление «кризисным» портфелем зачастую не сильно отличается от управления обычным портфелем инвестиций. Важным различием, однако, является то, что в первом случае в силу влияния на проблемную компанию большого количества трудно-прогнозируемых внешних обстоятельств вероятность ошибиться существенно больше, а стоимость любой ошибки неизмеримо выше. Даже очень качественный выбор объектов вложения не гарантирует того, что все из отобранных компаний сумеют восстановиться от кризиса и принести прибыль, поэтому важно так составить портфель вложений, чтобы доход от одних инвестиций компенсировал (и превосходил!) убытки по другим.

Наряду с необходимостью качественной диверсификации инвестору требуется также учитывать то, что вложения в каждую компанию «кризисного» портфеля должны быть достаточно значительны по объёму – в случае усугубления проблем компании это позволит иметь большее влияние на ситуацию. С некоторыми оговорками можно считать, что чем больше доля инвестора в общем объёме инвестиций в компанию, тем выше его возможность контролировать как содержание и реализацию антикризисной программы, так и прохождение процедуры банкротства, если разработанная программа не достигнет своей цели. Что касается акционеров, то преимущества владения большим пакетом акций вполне очевидны – и в кризисной ситуации, и при её отсутствии более крупный акционер имеет больше влияния на управление компанией. Быть крупным кредитором также более выгодно с точки зрения контроля над ситуацией – крупнейший кредитор играет ключевую роль в работе комитета кредиторов, утверждающего программу финансового оздоровления или контролирующего ход процедуры банкротства.

Заметим, что задача составить портфель инвестиций, который, с одной стороны, высоко диверсифицирован, но, с другой стороны, включает значительные по объёму вложения в каждую отдельную компанию, отсекает от инвестирования в проблемные ценные бумаги значительную часть игроков, не обладающих для этого достаточными финансовыми ресурсами. Это ещё один важный фактор, который в будущем сыграет свою роль в появлении на рынке участников, специализирующихся на данном виде инвестиционной деятельности и имеющих сравнительно большой размер.

Профессиональные участники рынка, как правило, не рекомендуют простым частным инвесторам проводить операции с ценными бумагами финансово неустойчивых компаний. Так, комментируя исследование рынка облигаций проблемных компаний, проведенное МДМ-Банком, портфельный управляющий НОМОС-банка Иван Гуминов заметил: «Эти инструменты только для квалифицированных инвесторов, и ходить в эти бумаги я бы никому из простых физиков² не советовал». Андрей Басацкий, начальник аналитического отдела компании «Русские инвесторы», также не рекомендует рядовым инвесторам по-

² Примечание автора: «физики» – инвесторы-физические лица, профессиональный сленг.

купать проблемные облигации: «Мы же покупаем эти бумаги, потому что знаем, сколько они стоят на самом деле и почему они в данный момент просели», – говорит он, давая пояснения к исследованию МДМ-Банка³.

Учитывая все вышесказанное, можно заключить, что для рядового частного инвестора оптимальной формой инвестиций в высокодоходные ценные бумаги финансово неустойчивых компаний может стать вложение средств в инвестиционные фонды, специализирующиеся на данном виде активов. В России уже сравнительно давно существуют паевые инвестиционные фонды, работающие с акциями компаний, не относящихся к высшей категории надежности. Набирают популярность также инвестиционные фонды, созданные для инвестиций в рискованные облигации – например, ОПИФ «Рискованные облигации» под управлением УК «Тройка Диалог» или ОПИФ «Высокорискованные «бросовые» облигации» под управления УК «Вика». Доходность таких фондов обычно выше, чем доходность фондов, инвестирующих в ценные бумаги надежных эмитентов, однако следует заметить, что ввиду ограниченного набора доступных инструментов в сегменте distressed debts она все же бывает недостаточна для инвесторов, стремящихся заработать существенный доход за счет принятия более высокого уровня риска. В значительной степени такая ситуация связана с ограниченным набором доступных инвестиционных инструментов и сопутствующие ему сложности с качественной диверсификацией вложений. Так, в УК «Вика» поясняют, что облигации с доходностью выше рыночной зачастую не входят в котировальные листы бирж, а доля таких облигаций в портфеле паевого инвестиционного фонда не должна превышать 50%, поэтому средства ОПИФ «Высокорискованные «бросовые» облигации» лишь на 42% вкладываются в категорию ценных бумаг, давших фонду его название. По мере развития на фондовом рынке сегмента ценных бумаг проблемных и финансово неустойчивых компаний будет как расширяться набор инструментов, доступных специализированным фондам для склонных к риску частных инвесторов, так и расти количество таких фондов.

Подводя итоги, можно сказать, что инвестирование в ценные бумаги проблемных и финансово неустойчивых компаний в скором будущем может стать одним из перспективных направлений инвестиционной деятельности в России, на что указывают как иностранный опыт, так и современные тенденции развития российского рынка инвестиций. Для достижения успеха в данном виде инвестирования потребуются специализированные знания в области анализа состояния финансово неустойчивых компаний, навыки антикризисного менеджмента, умение оценивать проблемные активы и управлять портфелем «кризисных» ценных бумаг, а также значительный объем финансовых ресурсов. Инвесторы, не обладающие всем вышеперечисленным, могут доверить свой капитал профессиональным управляющим и стать пайщиками специализированных инвестиционных фондов, число которых со временем должно возрасти.

ЛИТЕРАТУРА

1. Исследование КППМГ «Реструктуризация бизнеса: опыт и подходы российских компаний». 2006.
2. Материалы конференции «Управление кредитным портфелем». Москва, 23 марта 2007 г.
3. МДМ-Банк. «Distressed debt (Упавшие облигации)». 12.04.2007.
4. Федянин Н. Идеи для пайщиков – 4 // Ведомости. 04.08.2006. № 143.
5. Branch B. The costs of bankruptcy – a review // International Review of Financial Analysis. 2002. № 11.
6. Gilson S.C. Debt reduction, optimal capital structure, and renegotiation of claims during financial distress. Working paper. Harvard University, Cambridge, MA, 1993.
7. Hotchkiss E. The post-bankruptcy performance of firms emerging from Chapter 11 // Journal of Finance. 1995. № 50.
8. LoPucki L.M., Whitford W.C. Bargaining over equity's share in the bankruptcy reorganization of large, publicly held companies // University of Pennsylvania Law Review. 1993. № 139.
9. Slatter S. St. P., Lovett D. Corporate Turnaround. Penguin Books, 1999.
10. Whitaker R.B. The early stages of financial distress // Journal of Economics and Finance. 1999. № 23. № 2.

³ Комментарии И. Гумнова и А. Басацкого даются по статье «Провалившиеся долги», «РБК Daily» от 13 апреля 2007 г.