Каковы идеальные требования к компании, которая хочет в текущих условиях получить пропуск на облигационный рынок, — об этом рассуждали посетители сайта Cbonds в ходе опроса, проведенного совместно с аудиторской компанией «Бейкер Тилли Русаудит». Инвесторы готовы приобретать облигации компаний, не относящихся к первому эшелону, и вкладывать средства в долговые обязательства дебютантов на долговом рынке. Правда, требования покупателей к заемщикам по-прежнему неизменны: наличие отчетности у эмитента, ковенант и оферты в структуре выпуска и качественная поддержка маркет-мейкеров.

Будем РИСКОВАТЬ

Ольга ВОЙТОВА

В опросе приняли участие представители более 30 банков и управляющих компаний. Большинство из них (85%) готовы рассматривать возможность приобретения облигаций компаний, не относящихся к первому эшелону. Причем 55% опрошенных не против приобретения долга компаний-дебютантов, но обязательно потребуют наличия промежуточной оферты на досрочное приобретение бумаг и ковенант в структуре выпуска. Только 15% участников опроса однозначно ответили, что они не готовы рассматривать облигации «новичков» на долговом рынке ни при каких условиях.

Готовы рассматривать возможность приобретения облигаций компаний-дебютантов	
Даже без промежуточной оферты и ковенант	12%
С обязательным наличием промежуточной оферты	18%
Обязательно требуют наличия промежуточной оферты и ковенант	55%
Не готовы рассматривать облигации компаний-дебютантов	15%

«Мы не готовы приобретать бумаги дебютантов по следующим причинам: консервативный подход к управлению рисками, низкая прозрачность таких эмитентов и невозможность прогнозирования будущих денежных потоков, — поясняет Дмитрий Тимофеев, начальник отдела управления рисками «КИТ Фортис Инвестментс». — На наш взгляд, модель развития бизнеса на заемные средства через облигационные займы полностью дискредитировала себя. Небольшие выпуски, которые может позволить себе эмитент — представитель малого или среднего бизнеса, помимо вопросов, связанных с кредитным качеством заемщика, обладают еще рядом минусов. Например, низкой потенциальной ликвидностью из-за ряда факторов: недоступности для институциональных инвесторов (НПФ и других), «неломбардности» и прочих. Наш опыт показывает, что в основном компании среднего и малого бизнеса — это представители достаточно рисковых отраслей экономики, таких как ритейл, девелопмент, которые очень чувствительны к спадам в экономике. Мы приобретаем риск компаний из так называемого второго эшелона — в основном это телекоммуникационный сектор, металлургия, крупная розница».

Наиболее важные финансовые показатели эмитента, которые участники рынка хотели бы закрепить в качестве ковенанты	
Соотношение долг/EBITDA	73%
Соотношение долг/капитал	12%
Коэффициент текущей ликвидности	6%
Никакие	9%

«В конечном счете все зависит от кредитного качества эмитента, — возражает кредитный аналитик Райффайзенбанка Андрей Золотов. — Если заемщик имеет устойчивое финансовое положение и качественный бизнес, то найдет спрос на свои облигации. Райффайзенбанк, в свою очередь, готов рассматривать возможность приобретения облигаций компаний-дебютантов, даже без промежуточной оферты и ковенант, в зависимости от ставки купона».

Игорь Лаухин, директор департамента торговли и продаж UFS, настаивает на наличии оферты по досрочному выкупу и ковенант: «Я положительно смотрю на дебютантов на долговом рынке. На мой взгляд, отсутствие публичной истории долга не является препятствующим фактором, если компания прозрачна для инвесторов, тем более если есть годовая оферта и ковенанты. Среди компаний второго эшелона есть интересные имена, которые дают адекватную доходность. В то время как многие компании первого эшелона, на мой взгляд, являются сейчас переоцененными». Зато претензии участников рынка к «эмитентам-пустышкам» по-прежнему в силе. 42% участников опроса не готовы приобретать выпуски облигаций, где в качестве эмитента выступает специально созданное юридиче-

Андрей ШАРОНИН,
руководитель департамента финансового консалтинга, «Бейкер Тилли Русаудит»

МНЕНИЕ

Исследование показало, что, несмотря на многочисленные дефолты по облигационным займам компаний третьего эшелона, прошедшие в 2008–2009 гг., значительная часть инвесторов (85% от числа опрошенных) все же выражает готовность инвестировать в долговые бумаги таких компаний. Однако для возвращения на рынок этих заемщиков необходим запуск ранее отсутствовавшего на российском облигационном рынке инструмента — облигаций с ковенантами. Он даст возможность держателям ценных бумаг досрочно погасить бумаги в случае нарушения эмитентом установленных ковенант. Наиболее востребованной ковенантой среди инвесторов является соотношение долг/EBITDA, поскольку данный показатель демонстрирует, готов ли эмитент обслуживать свой долг за счет своей операционной деятельности. Данной финансовой ковенанте значительно уступает по популярности соотношение долг/капитал. Вероятно, это происходит потому, что в различных отраслях экономики приемлемый уровень этого показателя, как правило, существенно различается. Например, в торговле он может быть значительно выше, чем в производственной сфере. Тем не менее, выбор любого из указанных выше показателей в качестве ковенанты показывает, что инвесторы хотели бы контролировать долг эмитента. Кроме того, по результатам исследования видно, что у инвесторов есть желание более четко понимать финансовое состояние эмитента, которое зачастую трудно оценить на основе отчетности по РСБУ, поскольку она не отвечает на вопрос о реальной стоимости активов эмитента. Управленческая отчетность, с которой размещались некоторые успешно дефолтнувшие эмитенты, также не дает понимания финансового состояния заемщика, так как формируется по неким внутренним принципам компании. Таким образом, 70% инвесторов для принятия решения об инвестировании в облигации хотели бы предварительно посмотреть на отчетность эмитента по МСФО, причем заверенную уважаемым аудитором. Анализ отчетности, сформированной по международным стандартам, даст инвестору понимание реального финансового состояния бизнеса эмитента и информацию о показателе долг/EBITDA, который инвесторы хотели бы видеть в качестве ковенанты. Немного удивляет, что наличие Legal Due Diligence необходимо только 21% инвесторов, несмотря на то что отсутствие юридической проработки эмиссионных документов позволило части поручителей по облигационным займам уйти от ответственности при дефолтах эмитентов.

Рисунок 1
Дополнительные требования к эмитенту при размещение облигационного займа (количество голосов)

ское лицо, не ведущее самостоятельной экономической деятельности. Участники рынка приемлют SPV только в контексте голубых фишек. «Сейчас мы пристальнее смотрим на эмиссионные документы, — делится опытом Дмитрий Тимофеев. — Даже если эмитент является не SPV, а полноценной компанией группы, но поручительства прописаны плохо, такие бумаги мы покупать не будем».

«Для меня этот параметр не является важным, хотя наличие поручительства добавляет уверенности, — рассуждает Игорь Лаухин из UFS. — По опыту, достаточно внимательно прочитать меморандум и договор поручительства для того, чтобы в случае наступления дефолта подать необходимые документы в суд в установленном порядке».

EBITDA НА ПЕРВОМ МЕСТЕ

Наиболее важным финансовым показателем, который должен быть закреплен в качестве ковенанты в структуре выпуска и при несоблюдении которой у эмитента будет возникать обязанность выкупить облигации по оферте, участники рынка называют соотношение долг/EBITDA.

Леонид Игнатьев, аналитик Банка Москвы, уверен, что ковенант в структуре выпуска должно быть несколько. Они должны включать в себя и показатель долг/EBITDA, и соотношение долг/капитал, а также ограничение на общий уровень долговой нагрузки, Negative Pledge (*ограничение на использование какого-либо имущества в качестве обеспечения по другому займу* — **ред.**). Кроме того, непременным условием должно являться наличие у эмитента отчетности по стандартам МСФО.

Дмитрий Тимофеев не отрицает, что отчетность по МСФО является весомым плюсом, но в случае консолидации, с точки зрения возможности взыскания долга с компаний, которые вошли в консолидацию, первичной будет отчетность РСБУ эмитента и поручителей. Или же из МСФО будут экспертно отброшены компании, которые не участвуют в структуре эмиссии. «Чтобы доверять составленной отчетности МСФО, нужно доверять аудитору. Но это не обязательно должна быть компания большой четверки», — подчеркивает представитель «КИТ Фортис».

То, что важным условием при оценке того или иного эмитента является заключение известного аудитора, подчеркнули 70% участников опроса. Что касается наличия Legal Due Diligence (LDD) известной юридической компании, то некоторые участники рынка вовсе засомневались в том, что такой документ наличествовал хотя бы у одного российского заемщика. «LDD дает ответы далеко не на все важные вопросы, но его наличие будет несомненным плюсом», — замечает Дмитрий Тимофеев, для которого непринципиально и поручительство конечных бенефициаров, зато первичен бизнес эмитента, понятные активы, структура собственности компании, максимально комфортная структура эмиссии.

В качестве дополнительного требования к эмитентам многие игроки назвали прозрачность бизнеса. Адекватная долговая нагрузка, понятный бизнес, информационная прозрачность эмитента, наличие информации о конечных собственниках и структурированность бизнеса с юридической точки зрения — этих качеств заемщиков по-прежнему не хватает продавцам облигаций. Леонид Игнатьев, аналитик Банка Москвы, подчеркнул, например, что регулярное раскрытие информации также должно быть одной из ковенант. С ним полностью согласен Андрей Дюрягин, управляющий «Регион Эссет Менеджмент», требующий от эмитента вовремя предоставлять отчетность и раскрывать показатели деятельности. ©