# Услуги на рынке заемного капитала

Каждая компания в своем органическом развитии неизбежно достигает этапа, когда собственный капитал больше не позволяет поддерживать высокие темпы роста. Необходимость финансирования инвестиционных проектов, приобретения профильных активов и просто увеличения оборотного капитала ставит перед компанией задачу эффективного привлечения заемного капитала.

**ОТКРЫТИЕ Капитал** предоставит каждому эмитенту свой многолетний опыт, высококвалифицированные кадровые ресурсы, серьезные технические и финансовые возможности для реализации программы публичного долгового финансирования.

Мы предлагаем своим клиентам полный спектр услуг по организации публичного долгового финансирования: от подготовки документации по проекту, проведения маркетинговой кампании, подготовки аналитических материалов до гарантированного закрытия сделки в полном объеме по заранее согласованным с клиентом условиям и поддержки компании на вторичном рынке в течение всего срока жизни проекта.

на правах рекламы

## РЕАЛИЗАЦИЯ ВОЗМОЖНОСТЕЙ

+7 (495) 411-79-00
Россия, 105064, Москва,
Яковоапостольский пер., д. 12, стр. 1
www.open.ru

Открытие Капитал

# Третий эшелон: старые проблемы, новые вызовы

**Максим ГРЕБЦОВ,**
главный аналитик по долговым рынкам, «ОТКРЫТИЕ Капитал»

Работает в «ОТКРЫТИИ Капитал» с февраля 2010 года, специализируется на субфедеральном и муниципальном долге. Начинал работу по направлению DCM-аналитики, с июня 2011 года стал заниматься публичной рыночной аналитикой.

На фондовом рынке с 2007 года. До прихода в «ОТКРЫТИЕ» работал в Связь-Банке, где занимался аналитикой по российскому и зарубежным рынкам акций, валютным и товарным рынкам, макроэкономике.

**Еще пять-шесть лет назад эмитенты третьего эшелона составляли примерно треть всего российского рублевого рынка. Этот сегмент воспринимался как весьма перспективный и предлагал интересные инвестиционные возможности. Кризис изменил картину: третий эшелон понес серьезные потери и сейчас только начинает восстанавливаться, возвращаясь в ряды заемщиков. Найдут ли компании третьего эшелона спрос на свой риск, насколько инвесторы заинтересованы в бумагах подобного качества и соответствуют ли эмитенты веяниям времени?**

В период кризиса рублевый рынок для большей части эмитентов оказался полностью закрыт, стоимость заимствований резко возросла. В 2009 году рынок начал подавать первые признаки жизни, а в прошлом году окончательно активизировался благодаря постепенному улучшению внешнего фона, возобновлению роста российской экономики и избыточной ликвидности, которая присутствует на рынке до сих пор.

Во втором полугодии 2010 года ставки для первого и отдельных представителей второго эшелона с наиболее крепким кредитным профилем опустились на докризисные уровни. Именно в этот период на рынок начали постепенно выходить эмитенты третьего эшелона. Правда, размещения, проходившие в сегменте в конце 2009 – начале 2010 года, носили в основном нерыночный характер.

Рисунок 1

**Структура рублевого долгового рынка в 2011 г.**

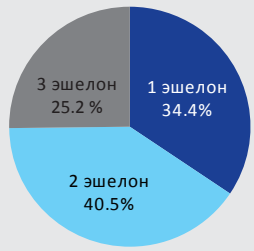
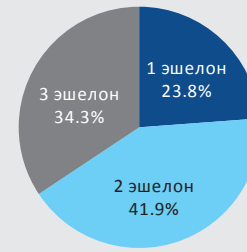



Рисунок 2

**Структура рублевого долгового рынка в 2007 г.**



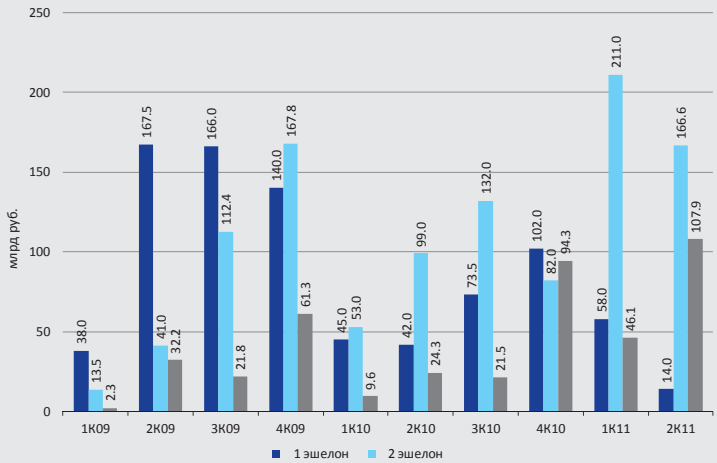



**Рисунок 3**

**Размещения рублевых облигаций по секторам**

Тем не менее, достаточно быстро стало понятно, что, несмотря на формальное завершение мирового финансового кризиса, события 2007–2009 годов серьезно повлияли на отношение инвесторов к риску как таковому и, в частности, к риску, который предлагают рынку эмитенты третьего эшелона. На этот сегмент пришлось максимальное число дефолтов (в 2009 году — порядка 83% всех дефолтов) и проведенных реструктуризаций, а ряды компаний третьего эшелона сильно поредели. Хотя в последний год рублевый долговой рынок в определенные моменты охватывала едва ли не эйфория, проблемные истории все же сохранились в памяти.

Причины столь печальных итогов кризиса для компаний третьего эшелона очевидны. В 2006–2007 годах, когда финансовые рынки по всему миру переживали бум и приближались к своим пикам, в России можно было найти покупателя практически на любой риск. Типичный портрет эмитента третьего эшелона того периода: SPV с поручительством одной или нескольких компаний, генерирующих основные денежные потоки; небольшие масштабы бизнеса и повышенная долговая нагрузка; в большинстве случаев отчетность по РСБУ (практика подготовки МСФО только зарождалась); отсутствие кредитных рейтингов; неплохие (как тогда казалось) перспективы развития бизнеса. На очевидно слабые места подобных заемщиков (высокий уровень долга, потребность в инвестициях, слабая способность генерировать денежные потоки) инвесторы зачастую не обращали внимания. В погоне за доходностью в период уверенного экономического роста о рисках предпочитали не задумываться.

Стоит отметить, что не все дефолты являлись следствием критического финансового положения. Зачастую менеджмент компании полагал, что нерационально платить по своим обязательствам в то время, когда другие предпочитают не платить. Слабость юридической структуры выпусков и несовершенство законодательства открывали для подобных фиктивных дефолтов широчайшие перспективы. Нормальной практикой стал вывод активов.

Тем не менее, оправившись от потерь кризиса, долговой рынок постепенно активизировался. В период с четвертого квартала 2010 года по второй квартал 2011 года на рынок вышло значительное число компаний, представляющих третий эшелон. Примерами успешных рыночных размещений стали выпуски «Синергии», «ЮТэйра», «Трансаэро», а также целого ряда средних и малых банков.

Хотя у нас есть основания сомневаться в рыночной природе некоторых размещений, значительная часть бумаг была продана в рынок. Говорит ли это о том, что в поисках большей доходности у инвесторов наконец проснулся аппетит к риску, предлагаемому третьим эшелоном? Однозначно ответить на этот вопрос, на наш взгляд, нельзя.

Очень многое в настоящий момент и в среднесрочной перспективе будет зависеть от внешней конъюнктуры, которую нельзя назвать стабильной: за последние два года мы могли наблюдать как

приливы оптимизма, так и настоящую панику на мировых рынках. Успех размещений для компаний третьего эшелона в первую очередь зависит от того, удастся ли эмитенту выбрать удачный момент.

Однако конъюнктура — далеко не единственный определяющий фактор спроса. Очень многое зависит от самого заемщика. Практика последних лет показала, что рынок требует от компаний третьего эшелона гораздо более высокой информационной прозрачности, чем те готовы предложить. Наличие четкой структуры собственности, регулярная публикация актуальной отчетности по международным стандартам (в идеале с заключением хорошо известного на рынке аудитора), выбор в качестве эмитента компании, консолидирующей или генерирующей основные денежные потоки бизнеса, — базовые требования на текущий момент. Наличие кредитного рейтинга является дополнительным плюсом, особенно если его уровень позволит включить бумагу в Ломбардный список Банка России (инвесторы по-прежнему обращают на эту опцию повышенное внимание).

Бумаги третьего эшелона, как правило, отличаются низкой ликвидностью вследствие небольшого объема выпуска, что негативно отражается на их привлекательности. Недостаток информации о компании не позволяет инвесторам адекватно оценить ее кредитное качество, это отпугивает многих покупателей и еще больше снижает ликвидность.

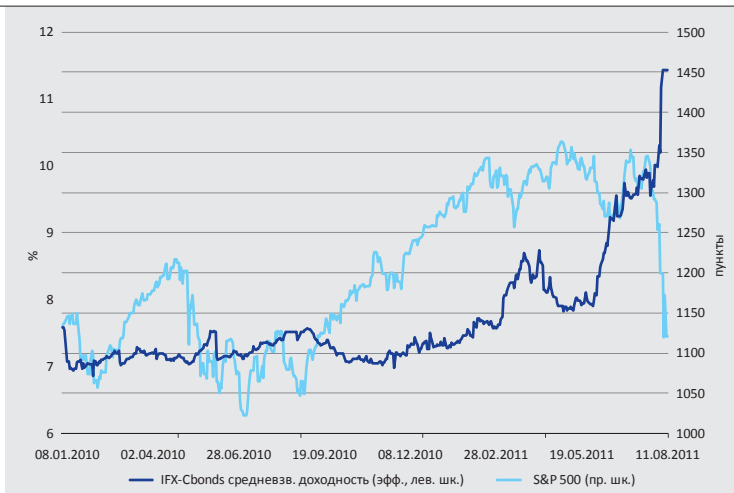
Все эти требования являются своего рода дополнительной платой рынку за возможность привлекать по сути бланковый кредит путем размещения облигаций, при этом зачастую большего объема, чем в рамках традиционного банковского кредитования.

Выход на публичные рынки требует от компании дополнительных расходов (особенно на начальных этапах), которые далеко не всегда воспринимаются как действительно необходимые. Однако если эмитент будет отвечать упомянутым выше критериям, это позволит ему сократить стоимость будущих заимствований, особенно если заемщик рассчитывает и дальше работать на публичном долговом рынке. Повышение прозрачности бизнеса также упростит его взаимоотношения с другими кредиторами.

Однако пока остается констатировать, что старые проблемы с информационной прозрачностью для многих представителей третьего эшелона сохраняются. Некоторые компании, не вполне отвечающие требованиям рынка к прозрачности бизнеса, пользуясь периодами улучшения конъюнктуры и роста аппетита к риску, пробуют выходить на рынок. Однако

Рисунок 4

**Динамика индексов S&P500 и IFX-Cbonds**



либо эти попытки вовсе оказываются неудачными, либо эмитент находит спрос не на весь объем выпуска, занимая по ставке выше комфортного для компании уровня.

Еще одной проблемой из прошлого является непосредственно кредитное качество заемщиков третьего эшелона. Зачастую масштабы их бизнеса достаточно скромные, риски концентрации на каком-либо рынке сбыта или виде деятельности высоки, а долговая нагрузка превышает умеренные уровни. Поскольку быстро устранить слабые места в кредитном профиле зачастую не представляется возможным, их остается только чем-то компенсировать.

Отчасти эти проблемы можно было бы сгладить, активнее используя ковенанты, призванные сдерживать дальнейший рост долговой нагрузки или страхующие инвесторов от вывода активов. Однако мы не думаем, что в ближайшем будущем их применение станет нормой. Тем не менее, наличие ковенант в структуре займа будет только приветствоваться инвесторами.

Если экономическая ситуация будет относительно благоприятна и российская экономика не испытает серьезных потрясений, обусловленных внутренними либо внешними факторами, мы, вероятно, увидим на рынке новые имена, однако в любом случае маловероятно, что инвесторы смягчат свои требования к эмитентам из данного сегмента.

Однако мы не склонны смотреть на будущее третьего эшелона пессимистично. Дальнейшая эволюция всего российского долгового рынка невозможна без компаний третьего эшелона и изменений в самом секторе, необходимость которых не вызывает сомнений.

Положительные решения об участии в выпуске заемщиков из третьего эшелона в среднесрочной перспективе по-прежнему будут приниматься инвесторами только в том случае, если они хорошо понимают бизнес компании. Наиболее перспективными в этом плане кажутся эмитенты из банковского сектора — в силу большей информационной прозрачности, подотчетности и поддержки ЦБ.