Почувствуйте разницу

Сергей Лялин

В июне на российском рынке облигаций произошло примечательное событие. Компания X5 Retail Group решила досрочно погасить облигации, выпущенные ООО «Пятерочка Финанс» и ЗАО «Торговый Дом «Перекресток». Вместо займов этих компаний X5 Retail Group осуществила облигационный заем от своего имени.

Выкупая облигации дочерних компаний, X5 Retail Group выставила оферты на их выкуп, причем по облигациям ООО «Пятерочка Финанс» — по цене существенно выше номинала (109.30% по бумагам первой серии и 104.55% по бумагам второй серии). Это примерно соответствовало рыночным ценам бумаг на момент объявления об оферте.

При чем тут «территория риска»? Эмитент реструктурировал свою задолженность: по рыночной цене откупил одни бумаги и выпустил другие. В чем же риск? Внимательные инвесторы могли заметить, что ООО «Пятерочка Финанс» после выкупа бумаг подлежит ликвидации, и задаться теоретическим (пока!) вопросом: а что случилось бы, если бы было принято решение о ликвидации фактического эмитента и при этом оферта на выкуп не была выставлена? К сожалению, ответ на этот вопрос неутешителен: в соответствии с российским законодательством у инвесторов в этом случае фактически нет никаких прав, кроме получения номинальной стоимости облигаций и накопленного купонного дохода.

Практика выпуска облигаций не напрямую от лица фактического эмитента, а с использованием специально созданной компании не является российским изобретением. На рынке еврооблигаций основной формой структурирования займов является как раз такая компания — ее принято называть special purpose vehicle, а кратко SPV.

Слово SPV для обозначения специально создаваемых для заимствования компаний прижилось и в России. Однако при всех сходствах между SPV и ООО «…-Финанс» есть и существенные различия. Классическое SPV не может быть ликвидировано «просто так», по решению учредителя. Российский аналог — это не какая-то специальная юридическая структура, это обычное общество с ограниченной ответственностью, подчиняющееся соответствующему законодательству. А значит, учредители имеют право в законном порядке принять решение о ликвидации общества. При этом, разумеется, они должны будут рассчитаться по обязательствам, в частности выплатить номинальную стоимость своих облигаций. Разумеется, никаких обязанностей выплачивать разницу между номинальной и рыночной стоимостью облигаций у них нет.

В итоге получается, что у всех компаний, выпустивших облигации от имени дочернего ООО, есть неявный call-опцион по облигациям: объявить о ликвидации эмитента и выкупить бумаги по номиналу. И если бумага торгуется по цене 110% от номинала, потери инвесторов могут быть весьма и весьма значительными… Конечно, такой поступок со стороны эмитента будет сопряжен с потерей репутации на рынке. И «по понятиям», скорее всего, никто так поступать не будет. Только вот хочется, чтобы рынок все же жил не «по понятиям», а по закону.

Мнение

Александр Николаев,
главный дилер отдела операций
с облигациями управления ценных бумаг
с фиксированной доходностью,
Связь-Банк

На мой взгляд, вероятность ликвидации какого-нибудь дочернего ООО, с помощью которого компания привлекла облигационный заем, и погашения ее обязательств по номиналу в текущем году невелика.

Во многом это объясняется будущим ухудшением отношения инвесторов к такому эмитенту, так как, по моему мнению, основная масса покупателей не рассматривает данный риск при вложении средств в облигации дочерних структур компаний. И только при появлении прецедента ликвидации дочерней компании инвесторы могут значительно пересмотреть свое отношение к долговым инструментам таких эмитентов, что приведет к росту доходностей на вторичном рынке и позволит инвесторам требовать значительной премии при первичном размещении бумаг SPV.

Еще одним фактором снижения риска ликвидации дочерних компаний с погашением обязательств эмитентов по номиналу служит сравнительно небольшая дюрация выпусков эмитентов второго-третьего эшелонов из-за наличия в большинстве выпусков пут-опционов, которые позволяют эмитентам более эффективно управлять долгом через изменение купонной ставки после проведения оферты на выкуп облигаций.

В среднесрочной перспективе эмитенты будут продолжать привлекать займы посредством различных дочерних структур, поскольку это значительно облегчает процедуру размещения в связи с нормативами достаточности собственного капитала для эмитентов.

Мнение

Михаил Галкин,

директор отдела анализа,
МДМ-Банк

Насколько велик риск ликвидации какого-либо дочернего ООО, с помощью которого был привлечен облигационный заем, и погашения его обязательств по номиналу? Какие отрасли в этом плане вам видятся наиболее рискованными?

Я полагаю, что вероятность такого события низка. В любом случае это может сделать лишь заемщик с низкой кредитной культурой и низким качеством корпоративного управления, менеджмент которого не имеет должного уважения к инвесторам. В каждой из отраслей встречаются компании с низким качеством управления. Можно сказать, что при прочих равных их больше во втором-третьем эшелонах по сравнению с эмитентами первого эшелона. Если говорить о конкретных секторах, то мне кажется, что риски корпоративного управления выше в компаниях, контролируемых государством.

Учитывают ли этот риск инвесторы?

Думаю, что большинство инвесторов не учитывают эти риски.

Насколько серьезно этот юридически правильный ход может повлиять на отношение инвесторов к компании?

На мой взгляд, подобный поступок испортил бы репутацию эмитента на рынке и привел бы к удорожанию стоимости заимствований для него в будущем. Справедливый размер «премии за репутацию» — вопрос очень сложный. Хотелось бы, чтобы он был как можно большим. Я думаю, что он определяется и размером ущерба, который эмитент нанес держателям облигаций в прошлом. К сожалению, как показывает практика, у рынка достаточно короткая память.

При каких обстоятельствах эмитенту в настоящий момент может быть выгодно такое досрочное погашение облигационного займа?

Полагаю, подобная сделка выгодна только в случае, если акционеры компании морально готовы к тому, что в будущем рынок необеспеченного долга будет для нее недоступен.

Ожидает ли рынок революционная волна ликвидации дочерних ООО в ближайшие полтора года?

Думаю, что пока от структуры выпуска облигаций дочерними ООО отказываться не будут. Она слишком удобна и, кстати, отчасти повторяет мировой опыт. К сожалению, в нашем случае к соображениям удобства распределения привлеченных средств по группе добавляется еще и то, что таким образом обходятся требования по раскрытию информации. Решить проблему было бы возможно, введя институт ковенантов, которые регулировали бы взаимоотношения инвесторов и эмитента в случае, если последний хочет досрочно выкупить облигации. Например, с определенной премией к уровню вторичного рынка или с фиксированным спредом к ключевой кривой. Помимо этого неплохо было бы скорректировать требования по раскрытию информации, сделав их более адекватными и распространив их на поручителей. В этом случае уменьшилось бы количество сделок с эмиссией на ООО.

Мнение

Александр Кудрин,

аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

Насколько велик риск ликвидации какого-либо эмитента, имеющего форму дочернего ООО? Какие отрасли в этом плане вам видятся наиболее рискованными?

Риск представляется относительно небольшим, потому что использование нерыночного опциона типа call пока все-таки не является рыночной практикой. Тем более что у эмитентов всегда есть возможность воспользоваться более корректным подходом и вполне официально встроить опцион типа call в структуру облигации, как это, например, сделали компании СЗТ или «Магнит-Финанс». Для того чтобы быть готовым ликвидировать SPV, созданное для выпуска облигаций, требуется определенное время, а также проведение определенного набора процедур. К тому же выкуп бумаг по номинальной цене, в том случае если она не совпадает с рыночной, представляется достаточно рискованным экспериментом с точки зрения репутации. Именно поэтому мы не думаем, что кто-то из эмитентов сейчас готов пойти на такой шаг. Соответственно, достаточно сложно выделить и сектор. В зону риска попадают скорее отдельные эмитенты, относящиеся преимущественно ко второму эшелону рынка, у которых уровень корпоративного управления находится на низком уровне.

Учитывают ли этот риск инвесторы?

На наш взгляд, инвесторы пока не включают премию за данный риск. Тем не менее мы полагаем, что в недалеком будущем участники рынка будут более внимательно относиться к подобного рода рискам. При этом размер возможной премии напрямую будет зависеть от того, как инвесторы воспринимают эмитента. В целом, учитывая низкую защищенность инвесторов, вкладывающих средства в рублевые облигации, выпуски, оформленные на разного рода SPV, по определению должны нести дополнительную премию. Возможно, что сложившаяся ситуация станет катализатором этого процесса.

Как такой юридически правильный ход может повлиять на отношение инвесторов к компании?

Мы полагаем, что это событие, абсолютно правильное по букве, но, возможно, не по духу законов рынка, будет иметь резонанс. Очевидно, что новые займы подобного заемщика будут обходиться дороже на величину стоимости возможного call-опциона, которая может доходить до 50 б.п. При этом выпуск займа на головную компанию может позволить снизить ее до нуля, однако, как упоминалось выше, инвесторы могут потребовать от эмитента дополнительной премии за неоднозначную кредитную историю.

Какой должна быть разница между ставкой выпуска компании и ставкой выпусков, которые размещаются сейчас конкурентами этой компании, чтобы «овчинка» реструктуризации долгового бремени стоила «выделки»?

Подобный вариант выглядит выгодным в случае рефинансирования долга. Разница в доходности считается в зависимости от стоимости опциона на определенный срок.

Ожидает ли облигационный рынок революционная волна ликвидации дочерних ООО в ближайшие полтора года?

Скорее нет, чем да. Создание SPV является достаточно удобной формой для привлечения средств путем выпуска долговых инструментов не только в России, но и во всем мире.