Виктор ВАСЕНЕВ,
к.э.н., финансовый директор, «Эталон-ЛенСпецСМУ»

Планирует ли заемщик надолго задержаться на публичном долговом рынке? Готова ли компания к внедрению новых бизнес-процессов и дополнительному бремени расходов, связанному с обеспечением инвестиционной привлекательности выпуска? Соответствует ли структура планируемого выпуска облигаций фактическим потребностям заемщика? Это лишь некоторые из ключевых вопросов, с которыми сталкивается каждый будущий эмитент. В любом случае дебютный публичный выпуск, даже не предполагающий структурных изысков, станет настоящим испытанием для компании. И оно оправдано только при твердом желании компании остаться на рынке надолго и со временем начать делать именно те выпуски, которые действительно нужны эмитенту, а не те, которые удобны организаторам.

Яна ЯЩЕНКО,
заместитель финансового директора, «Эталон-ЛенСпецСМУ»

На долгую память

Публичная история группы «ЛенСпецСМУ» началась с 2005 года, когда состоялся первый облигационный заем на 1 млрд руб. С того момента в общей сложности было размещено четыре выпуска рублевых облигаций суммарным объемом 6.5 млрд руб. Последовательная политика привлечения финансирования и тщательное структурирование выпусков доказали способность компании строительной отрасли успешно обслуживать публичные заимствования даже в период кризиса. В истории группы имели место размещения классических и биржевых облигаций, как обеспеченных поручительством, так и без него, привлечение финансирования осуществлялось несколькими компаниями группы (ЗАО «ЦУН» и ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»), использовались амортизационные схемы погашения, был опыт исполнения пут-опционов.

На наш взгляд, при подготовке к выпуску облигаций в большинстве случаев необоснованно преуменьшается роль самого эмитента. Кроме очевидной обязанности обслуживать долг в течение срока обращения облигаций, исключительно на эмитента возложены функции постоянного мониторинга платежеспособности по данному инструменту и поддержания инвестиционной привлекательности бумаги. В отличие от ситуации с двухсторонним кредитованием, где взаимодействие с банком при получении кредита не ограничивается получением денежных средств (вполне вероятно, компания до погашения кредита должна обеспечить выполнение требования по поддержанию оборота на счетах, отвечать определенным ковенантам и так далее), функции банка как организатора выпуска облигаций считаются исполненными с момента размещения облигаций или государственной регистрации отчета (представления уведомления об итогах выпуска) в ФСФР. В течение срока обращения облигаций эмитент не обязан дополнительно выполнять требования кого-либо из владельцев облигаций, а инвесторы могут ориентироваться лишь на обязательное раскрытие эмитентом информации, при этом их мнение опосредованно влияет на эмитента и отражается на котировках бумаги. Такая кажущаяся свобода заемщика, на наш взгляд, может стать причиной недостаточного внимания к структурированию выпуска и его адаптации под реальную модель бизнеса компании или же вызвать недооценку времени и трудозатрат, необходимых для внедрения новых процессов.

Исходя из собственного опыта, остановимся на некоторых задачах, которые, как нам кажется, важно решить будущему эмитенту.

1. Задачи «здесь и сейчас»:

- актуализация бизнес-плана эмитента (холдинга);
- самостоятельное определение структуры выпуска, отвечающего фактическим потребностям эмитента (холдинга), с графиком выплат, соотнесенным с источниками погашения;

«ДЕБЮТНЫЙ ВЫПУСК, НЕСМОТРЯ НА ВСЕ УСИЛИЯ ЭМИТЕНТА, ОСТАНЕТСЯ ДОСТАТОЧНО ТИПОВЫМ, ЛИШЕННЫМ СТРУКТУРНЫХ ИЗЫСКОВ, ПРИ ЭТОМ НОМИНАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ ЗАИМСТВОВАНИЯ ОКАЖЕТСЯ ВЫШЕ, ЧЕМ СТАВКА ПО КРЕДИТНОМУ ПОРТФЕЛЮ В СРЕДНЕМ»

- выбор организатора, в диалоге с которым эмитент сможет трансформировать предлагаемый типовой выпуск облигаций под собственные нужды;
- выстраивание отношений с биржей, депозитарием, платежным агентом.

2. Задачи «сейчас и впредь»:

- систематизация сбора, обработки данных управленческого учета, ведение базы статистики, прогнозирование как ключевых показателей, так и денежных потоков;
- внедрение процесса трансформации и подготовки отчетности по МСФО;
- получение и поддержание кредитного рейтинга эмитента или выпуска у одного из аккредитованных при Министерстве финансов рейтинговых агентств;
- постановка процесса своевременного выявления, подготовки и обязательного раскрытия информации компанией как эмитентом эмиссионных ценных бумаг;
- ведение списка инсайдеров и раскрытие инсайдерской информации;
- формирование собственной политики отношений с инвесторами на долговом рынке.

Для эмитента основной риск типового выпуска облигаций (со срочностью, как правило, до трех лет и несколькими пут-опционами) — это риск рефинансирования. На наш взгляд, более серьезным успехом для эмитента станет как раз исполнение обязательств по погашению выпуска как такового, а не прохождение отдельно взятой оферты, требующей неопределенного запаса ликвидности, дестабилизирующей бизнес и вызывающей необходимость последующего вторичного размещения выкупленных по оферте бумаг, что повышает стоимость заимствования. Компромиссным вариантом может быть амортизация выпуска, снижающая дюрацию и характеризующаяся очевидными для эмитента суммами погашений до истечения срока обращения.

Предварительное общение с организаторами поможет будущему эмитенту не только оценить рыночную стоимость услуг по подготовке размещения, но и определить джентльменский набор требований, которым должен удовлетворять эмитент. Выяснение перечня задач «сейчас и впредь», решение которых поможет сузить габариты пропасти, отделяющей компанию от истории публичных заимствований, должно продолжаться настолько долго, насколько это возможно.

Развитие рынка ценных бумаг и ужесточение требований к кредитному качеству не оставляет эмитенту возможности ограничиться предоставлением сводной отчетности по РСБУ или даже проформы по МСФО. В соответствии с требованиями ФЗ от 27.07.2010 № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности», начиная с отчетности за 2015 год организации, облигации которых допущены к обращению на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, обязаны представлять и публиковать консолидированную финансовую отчетность в соответствии с МСФО. Для регистрации выпуска облигаций является обязательным включение в проспект ценных бумаг аудированной сводной бухгалтерской (консолидированной финансовой) отчетности эмитента и/или группы организаций, являющихся по отношению друг к другу контролирующим и подконтрольным лицами, за три последних завершенных финансовых года. Для эмитента подготовка отчетности по МСФО предполагает:

- выработку собственного понимания того, как именно должна выглядеть отчетность;
- выбор оптимального аудитора;
- объяснение структурным подразделениям компании необходимости проделывать больший объем работы;
- инвестиции в автоматизацию и многое другое.

Наличие отчетности по МСФО является необходимым условием получения рейтинга одного из международных рейтинговых агентств. Включение ценных бумаг в Ломбардный список Банка России, осуществляемое при условии наличия рейтинга определенного уровня у эмитента (выпуска), повышает инвестиционную привлекательность облигаций для банковского сектора, а значит, оказывает положительное влияние на стоимость заимствований для компании. Здесь стоит отметить, что взаимодействие с рейтинговым агентством не носит эпизодический характер, поддержание рейтинга эмитента подразумевает как оплату соответствующих услуг агентства, так и необходимость проведения ежегодных презентаций эмитента в подтверждение неухудшения, а может и улучшения кредитного качества эмитента.

Вполне возможна ситуация, когда компания после размещения облигаций недооценивает важность внедрения новых бизнес-процессов. Стимулом к правильной расстановке приоритетов может служить, например, наличие как уголовной, так и административной ответственности за нарушение законодательства о раскрытии информации. Обязательное раскрытие информации — это не только подготовка порядка 50 суще-

«НА ОПЛАТУ УСЛУГ ОРГАНИЗАТОРОВ УХОДИТ ОТ 50% ДО 80% ОТ ВСЕХ РАСХОДОВ НА ОРГАНИЗАЦИЮ РАЗМЕЩЕНИЯ»

ственных фактов и ежеквартальных отчетов, касающихся деятельности эмитента, но и раскрытие информации об установленных законодательством событиях о контролирующей организации, поручителях по выпуску облигаций. В настоящий момент поручитель в определенной степени — наряду с эмитентом — становится публичной компанией, так как сведения о его деятельности в полном объеме также включаются в ежеквартальные отчеты эмитента. Еще на этапе структурирования выпуска эмитент должен ответить для себя на вопрос о том, готова ли компания к построению процессов по раскрытию информации не только в отношении эмитента, но и поручителя. Однако отрицательный ответ не лишает эмитента возможности выпустить биржевые облигации или, получив кредитный рейтинг, эмитировать классические облигации.

На наш взгляд, единичный выход на публичный рынок вряд ли оправдается. Дебютный выпуск, несмотря на все усилия эмитента, останется достаточно типовым, лишенным структурных изысков, при этом номинальная стоимость заимствования окажется выше, чем ставка по кредитному портфелю в среднем (по нашим оценкам, указанная премия может составить до 300 б.п.). Помимо же купонной ставки, эмитенту придется оплатить услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг — организаторов и андеррайтеров, биржи, депозитария, платежного агента. Добавятся также расходы на оплату государственных пошлин, маркетинговые мероприятия, возможно, рейтингование. Сумма накладных расходов по выпуску может сильно отличаться в зависимости от его объема, срока обращения и других параметров, но обычно колеблется в диапазоне 0.6–0.75% от номинальной стоимости размещаемых облигаций, при этом на оплату услуг организаторов уходит от 50% до 80% от всех расходов на организацию размещения. Эмитент может урезать бюджет проекта на 5–7.5% в случае, если по каким-то причинам ему не придется рейтинговаться, но это не значит, что он не заплатит те же деньги за счет более высокого уровня купонной ставки. Сразу оговоримся, что структура и объем накладных расходов у эмитентов первого эшелона может выгодно отличаться — вплоть до того, что организаторы готовы будут работать себе в убыток. Эмитенты второго-третьего эшелонов могут застраховать себя от избыточных выплат, в том числе в случае отказа от размещения, путем тщательного и продуманного структурирования комиссий и графика их выплат.

После выхода на публичный рынок дополнительным бременем станет необходимость регулярной подготовки отчетности по МСФО, построение системы раскрытия информации, а при некотором уровне ответственности — еще и затраты на IR во всем их многообразии. И, наверное, самое важное: можно поспорить, какой именно памятью обладает рынок, короткой или длинной, но память есть, и в ней обязательно останется след от того, насколько успешно обслуживался публичный долг и как торговался выпуск на бирже, и это найдет свое отражение в стоимости следующих заимствований.

Подробности: www.cbonds-congress.com
CBONDS FIXED INCOME CONFERENCE: RUSSIA, CIS & CEE

FIXED INCOME CONFERENCE
CBONDS RUSSIA, CIS&CEE 2012

3-я ежегодная конференция
13–14 сентября 2012 года, Лондон, Thistle Marble Arch Hotel

Организатор: Cbonds congress
Генеральный спонсор: МЕТРОПОЛЬ® ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ
Официальный партнер: UFS INVESTMENT COMPANY
Спонсор: Промсвязьбанк

Cbonds Fixed Income Conference: Russia, CIS & CEE – это продолжение традиционной лондонской конференции Cbonds, но в более расширенном формате. В этом году в программе конференции будут также освещены рынки долгового капитала CEE. Мероприятие соберет представителей ведущих инвестиционных банков, управляющих, инвестиционных, консалтинговых компаний, специализирующихся не только на странах СНГ, но и на странах Центральной и Восточной Европы.
200 участников

Стоимость участия – $1500 (45 000 руб.).
Скидка 15% при регистрации до 30 июня.
Для промышленных компаний и компаний нефинансового сектора, за исключением юридических, консультационных компаний и СМИ, стоимость участия составляет $800 (24 000 руб.).

Контакты
Программа, спонсорство: **Юрий Павлов**
тел. +7 (812) 336–97–21*121, pavlov@cbonds.info

Регистрация: **Дарья Назарова**
тел. +7 (812) 336–97–21*124, dasha@cbonds.info

на правах рекламы