Игорь ГОЛУБЕВ,
начальник отдела анализа эмитентов, НОМОС-БАНК

Вы готовы покупать «кота в мешке»? Скорее всего, мало кто из управляющих портфелем сознательно решится на подобные столь авантюрные инвестиции. В реальности мы часто сталкиваемся с ситуациями, когда в ходе премаркетинга компания активно встречается с инвесторами и даже готовит инвестиционный меморандум и презентацию, где много рассказывает про свои плюсы и пытается обойти минусы, используя красочные иллюстрации. Но после размещения эмитент вдруг резко меняет обличье, и история в лучшем случае заканчивается как в анекдоте с покупкой хомяка, который вырос в медведя. Кстати, такой исход дела как раз-таки обрадует инвесторов. Однако в большинстве случаев, и далеко не только с компаниями третьего эшелона, после покупки облигаций инвестор все меньше и меньше понимает кредит заемщика, то есть купленный «кот» все глубже залезает в мешок, и управляющий остается с довольно непрозрачной инвестицией, с которой ему, вероятно, придется сидеть до оферты или погашения.

Давайте общаться

Конечно, подобные истории касаются прежде всего заемщиков, размещающих свои бумаги через SPV: в этом случае раскрытие ежеквартального отчета для компаний становится зачастую малосодержательной формальностью, поскольку на протяжении периода обращения займа инвесторы в итоге будут видеть бухгалтерский баланс с цифрой заимствования в пассиве и цифрой выданного займа в активе. Справедливости ради стоит отметить, что объем таких размещений за последнее время сократился. Так, если за период с 2007 по 2008 год доля эмиссий через SPV составила порядка 20%, то с 2010 года меньше 10% заемщиков отважились размещать свои бумаги через «Капиталы», «Инвесты», «Финансы» и другие подобные структуры. Сегодня ни для кого уже не сюрприз, что размещение через SPV на российском рынке увеличивает риск дефолта. По нашим подсчетам, около 40% эмитентов, разместивших свои бумаги в 2007–2008 годах, либо не вернули средства инвесторам, либо не были пунктуальны в своих выплатах. Эмитенты прибегали к заимствованиям через создание SPV-структуры как для упрощения процедуры эмиссии, так и для оптимизации последующего процесса раскрытия информации. Все же, если создаешь структуру-пустышку, забот с ней значительно меньше, а обрекать крупное предприятие на череду раскрытия сущфактов и ежеквартальных отчетов довольно хлопотно, особенно для компании, которая до этого была довольно закрытой для инвесторов.

> СРЕДИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ «ЛИЦОМ» К ИНВЕСТОРАМ ПОКА СТОЯТ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ. ЗДЕСЬ В ХОРОШЕМ СМЫСЛЕ СЛОВА ОТЛИЧИЛИСЬ ТКС, «РЕНЕССАНС КАПИТАЛ», ХКФ БАНК, «РУССКИЙ СТАНДАРТ»

Ряд крупных российских компаний продолжают пользоваться или пользовались в своей истории специально созданными компаниями, в том числе «Евраз», «ВымпелКом», «Газпром». Здесь наличие обращающихся акций требует от компании качественного раскрытия информации: если не отличниками, то уж большинство из тех эмитентов, кто прошел этап IPO, в этом деле являются уверенными хорошистами. Однако стоит отметить, что среди российских компаний лицом к инвестором пока стоят преимущественно финансовые организации. Здесь в хорошем смысле слова отличились ТКС, «Ренессанс Капитал», ХКФ Банк, «Русский Стандарт», которые помимо отчетности по МСФО, что для большинства банков уже стало нормой, регулярно проводят телеконференции, встречаются с инвесторами, то есть поддерживают диалог с управляющими,

аналитиками и прочими участниками российского фондового рынка. При этом опыт ТКС Банка, на мой взгляд, является лакмусовой бумажкой того, как важно установить диалог с инвесторами. Итогом для банка стало довольно весомое снижение уровней стоимости заимствований с 20% до 13.25%. Конечно, здесь сказалось довольно быстрое развитие бизнеса, да и в целом улучшение конъюнктуры, но и вклад открытого IR был весьма существенным.

Если верить статистике «Вестника раскрытия информации» Интерфакса, количество сообщений о существенных фактах в системе в последнее время растет впечатляющими темпами. Так, за прошлый год было опубликовано целых 277 тыс. сообщений, что на 9% больше, чем годом ранее. В этом российские эмитенты не отстают от западных коллег, которые показывают довольно схожие объемы раскрытия. Говорит ли это о том, что эмитенты стали более открытыми для инвесторов? Мне кажется, это будет правдой лишь отчасти: рост скорее был экстенсивным. Безусловно, увеличение числа публикаций о крупных сделках, сделках с заинтересованностью, реорганизациях — действительно довольно важный момент. Но на деле отыскать в списке опубликованных фактов действительно существенные, как правило, крайне проблематично. Так, по моим подсчетам, в среднем в новостной ленте в минуту выходит не менее трех-четырех сообщений, то есть в день их количество может достигать 3000. Неудивительно, что многие инвесторы относятся к такого рода информации как к спаму, засоряющему информационную ленту, и попросту отключают данную функцию в своем информационном терминале. Решение проблемы, как мне кажется, состоит в том, чтобы обязать раскрывать информацию не столько акционерные общества с количеством акционеров не менее чем..., сколько компании, которые непосредственно связаны с фондированием через фондовые площадки посредством акций и облигаций. Более качественное структурирование такой информации и упрощенная подача самих сообщений пойдут только на пользу всем участникам процесса.

Вместе с тем, нельзя не отметить, что уровень прозрачности российских эмитентов все же растет. В 2011 году вступила в силу довольно важная законодательная новация, связанная с введением понятий «контролирующее лицо» и «подконтрольная организация». По сути, за счет этих нововведений определение материнской и дочерней структуры стало более обширным. Сюда может войти управляющая компания, а также структура, которая оказывает непосредственное влияние на общество, в том числе через 50% голосов в высшем органе управления подконтрольной организации либо через назначение единоличного исполнительного орган. Это важно еще и по следующей причине: с прошлого года также вступило в силу требование о составлении сводной бухгалтерской отчетности, в которую войдут не только данный SPV, но и компании, которые являются подконтрольными и контролирующими организациями. То есть у инвесторов появилась возможность получать раз в год отчетность, которая частично будет все же отражать положение дел в компании. Правда, отчетность, вероятно, будет по РСБУ, а аудитором, скорее всего, выступит компания, название которой вам незнакомо. Однако под данный закон, очевидно, не подпадают займы, в которых есть поручитель – офшорная компания, а также те, в которых акционером эмитента является компания с нероссийской юрисдикцией. Так, не жалует раскрытием эмитент «РМК-Финанс», на сайте которого нам не удалось найти сводную бухгалтерскую отчетность. На сайте «Профмедиа-финанса», поручителем выпуска которого выступает PROFMEDIA LIMITED, сводная бухгалтерская отчетность есть, но при взгляде на отраженные в ней цифры возникают сомнения, что выручка медийного холдинга за 2011 год насчитывает всего лишь 332 млн руб. При этом менеджмент вышеупомянутой компании довольно открыт для инвесторов, и при наличии «правильного» контакта отчетность по МСФО все же будет у вас в электронном ящике.

> «ИНФОРМАЦИОННОЙ ЗАМКНУТОСТЬЮ ЧАСТО СТРАДАЮТ НЕ ТОЛЬКО КОМПАНИИ ВТОРОГО-ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА, НО ИНОГДА И <<ГОЛУБЫЕ ФИШКИ>>, В ТОМ ЧИСЛЕ ЛИЗИНГОВЫЕ КОМПАНИИ КРУПНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ»

Однако в целом найти ежеквартальный отчет на сайте эмитента, как правило, довольно трудоемкая задача, которая вполне может служить финальным заданием на конкурсе по интернет-поиску среди продвинутых пользователей. Так, эмитент «АиФ – МедиаПрессафинанс» ссылается на раскрытие информации на сайте газеты с одноименным названием: отыскать там ежеквартальные отчеты среди обилия статей и прочей информации крайне непросто.

Интересно, что информационной замкнутостью часто страдают не только компании второго-третьего эшелона, но иногда и «голубые фишки», в том числе лизинговые компании крупных финансовых институтов, запрос отчетности которых зачастую сопровождается заключением соглашения о конфиденциальности.

Зато стоит отметить довольно высокое качество раскрытия годовых отчетов российскими эмитентами, которые — в отличие от западных компаний — не утяжеляют документ информацией об экологии, соблюдении прав тушканских бурундуков при разработке месторождения грязи в далекой Исландии и так далее. Российские эмитенты довольно прямолинейны в подаче информации и ее раскрытии.

Очевидно, что специфика выстраивания диалога с инвесторами на рынке акций и облигаций несколько разная, при этом на долговом рынке вопрос держателя бондов зачастую может остаться риторическим. И речь не только об особенностях законодательства, а скорее о культуре облигационных заемщиков в целом. Не нужно забывать, что отлаженный диалог с банком, инвесткомпанией и прочими держателями позволяет не только снизить стоимость долга, но и расширить список возможных контрагентов. Так что, господа инвесторы, давайте общаться.