Иван Макаров

ОФЕРТА, без которой нам не жить

ВОЛНА МИРОВОГО КРИЗИСА, В КОНЦЕ АВГУСТА ПРОШЛОГО ГОДА ЗАХЛЕСТНУВШАЯ И РОССИЮ, КРЕПКО ПОТРЕПАЛА МНОГИХ ЭМИТЕНТОВ, КОТОРЫМ ПРЕДСТОЯЛО ИСПОЛНЯТЬ СВОИ ОБЕЩАНИЯ ПО ДОСРОЧНОМУ ВЫКУПУ ОБЛИГАЦИЙ. С 23 АВГУСТА, КОГДА ИНВЕСТОРЫ ПРЕДЪЯВИЛИ К ОПЛАТЕ ПРАКТИЧЕСКИ ВЕСЬ ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ БАНКА «РУССКИЙ СТАНДАРТ», И ДО КОНЦА ГОДА ПРОДАЖИ БУМАГ В РАМКАХ ОФЕРТ НОСИЛИ САМЫЙ ЧТО НИ НА ЕСТЬ АЖИОТАЖНЫЙ ХАРАКТЕР.

На специализированных форумах то и дело появлялись оракулы, предрекавшие неминуемые дефолты. Компании тем временем судорожно изыскивали средства на выкуп своих бумаг, порой соглашаясь на сверхзатраты ради спасения репутации на рынке. Судя по опросу эмитентов, диапазон цен на услугу по прохождению оферты составлял от 1% до 3% от объема необходимых средств в зависимости от финансового положения конкретной компании. Впрочем, некоторые инвестиционные банкиры в неофициальных беседах с Cbonds Review признавались, что с некоторых компаний, особо остро нуждавшихся в финансировании, им удалось получить и все 5%.

Информация об этих метаниях то и дело также просачивалась на рынок, увеличивая и без того совершенно дикую нервозность инвесторов и заставляя их расставаться с бумагами, которые еще вчера казались им самыми надежными из доходных инструментов.

Тем не менее, с большими или меньшими потерями, но все эмитенты успешно прошли через процедуру оферты. Даже владелец «Макси-Групп» Николай Максимов предпочел исполнить оферту, изыскав 2.5 млрд руб. и ввергнув тем самым свою компанию в крайне сложное финансовое положение, разрешившееся лишь после его обращения через СМИ за помощью к президенту РФ с предложением фактически национализировать его компанию. Национализировать агрессивно развивавшийся последние пару лет холдинг никто, конечно, не стал. Зато в начале декабря 50.00005% акций компании у господина Максимова купил Новолипецкий металлургический комбинат.

В целом, с 23 августа 2007 года по 1 января 2008 года прошло свыше сотни оферт. В отличие от прежних времен, эмитентам крайне часто приходилось выкупать значительные объемы собственных бумаг, иногда даже свыше 90% от объема выпуска. Причем заранее спрогнозировать, какой объем бумаг придется выкупать, даже профессиональным финансистам было крайне сложно. Еще больше запутывала ситуацию сложившаяся на рынке порочная практика, в рамках которой одни эмитенты вообще не раскрывают данные об объеме бумаг, предъявленных к погашению в рамках оферты, а другие искажают реальную картину, попросту публикуя сильно заниженные данные. В результате в отсутствии сколь бы то ни было верных ориентиров, свидетельствующих об умонастроениях инвесторов, многим эмитентам приходилось резервировать средства с запасом и договариваться с банками-партнерами о дополнительном оперативном финансировании в случае, если в самый последний момент произойдет что-либо сверхъестественное.

«Мы ожидали, что нам принесут около 70%. В итоге было предъявлено чуть меньше половины. При этом мы не пользовались услугами банка, так как у нас имелись в наличии свободные ресурсы, вырученные от продажи ряда непрофильных активов, — заявил Cbonds Review Константин Волков, президент ОАО «Альянс «Русский Текстиль». — Думаю, что на результат прежде всего повлияла высокая степень открытости и прозрачности компании. Незадолго до оферты мы опубликовали результаты аудированной отчетности по МСФО».

«Наша группа рассчитывала на максимальное число заявок инвесторов. С помощью организатора и ряда инвестиционных компаний и банков нам удалось снизить число предъявленных к выкупу облигаций до 1 млрд руб. из 1.5 млрд руб. общего объема выпуска. Лучший результат получить в сложившейся ситуации было бы заметно сложнее, и он обошелся бы нам значительно дороже, — пояснил руководитель проектов по привлечению финансирования на открытом рынке компании «Терна» Игорь Тушканов. — Основной упор при прохождении оферты мы сделали на более плотное взаимодействие с банками-партнерами в части обычного кредитования. В результате были открыты лимиты и получены комфортные условия (низкие ставки, более длительные сроки до погашения — 1.5–2 года и приемлемые залоги) во Внешторгбанке и Московском Международном Банке».

«Ожидания нашей компании совпали с итоговыми цифрами. Мы провели IPO, и поэтому, устанавливая ставку купона, исходили из стоимости доступных нам кредитов, если сказать точнее, то исходя из верхней границы диапазона этих ставок. Мы рассчитывали, что в рынке останется менее 10% выпуска бумаг, так и произошло, — рассказал начальник финансово-экономического департамента компании «М.Видео» Саяр Махмутов. — И вывод у нас только один: мы поступили правильно».

Между тем, как показал опрос Cbonds Review, несмотря на осенние катавасии, эмитенты по-прежнему считают предоставление оферты по облигационному займу не только лучшей гарантией для инвестора, а значит, и лучшим способом максимально удешевить стоимость привлекаемых

с помощью облигаций денежных ресурсов, но и способом снизить при улучшении ситуации на рынке ставку купона.

Кроме того, некоторые эмитенты, в чьем финансовом положении практически никто не сомневался, стали фактически использовать процедуру оферты для досрочного погашения своих бумаг, не желая идти навстречу рыночным настроениям и серьезно повышать купонные ставки. И если, скажем, «М.Видео» установило ставку купона в размере 9.5% годовых, то в других объявлениях о величине купонов то и дело замелькали несусветные цифры вроде 1% годовых. Апофеозом этого процесса стала оферта ТД «Евросеть», который в привычно креативном для него стиле и вовсе объявил о купоне в 0% годовых. Понятно, что после таких объявлений инвесторы предъявляли к погашению весь объем облигационного выпуска.

«Надо всегда быть в тонусе и не расслабляться — вот главный вывод, который мы сделали для себя после прохождения оферты. Что касается идеи отказаться от выпусков со встроенными офертами в пользу, скажем, бумаг с ковенантами, то она вряд ли будет востребована инвесторами. Им нужны гарантии возврата вложенных средств, в этом смысле оферту сложно чем-либо заменить», — уверен президент ОАО «Альянс «Русский Текстиль».

«Мы считаем, что отказываться от оферты в выпуске не стоит, ковенанты не в состоянии заменить оферту, — согласен Саяр Махмутов. — Более того, оферта не является гарантией погашения бумаг. Важно, что оферта прямо влияет на ставку купона и на спрос, поэтому она есть важный инструмент регулирования условий размещения, который можно и нужно использовать. В годовой перспективе мы не планируем новых выпусков, но какого-то предубеждения против конструкции выпуска с офертой у нас нет».

По мнению господина Тушканова из «Терны», основной вывод таков: на данном этапе необходима диверсификация кредитного портфеля не в пользу рыночных инструментов заимствования, доля облигаций не должна превышать 15–20% от общего объема консолидированного долга.

«К минусам облигационных займов, несомненно, относится предполагаемая оферта (через год), когда необходимо привлекать сразу много средств, — полагает он. — Поэтому выводом можно считать и то, что выпуск амортизационных бумаг будет более удобным. Стоит отметить также завышенную инвесторами

Исполнение оферт с 23.08.2007 по 01.01.2008

Бумага	Объем займа, выкупленный в ходе оферты
23.08.2007	
Банк Русский Стандарт, 6 Объем — 6 000 000 000 / RUR	96.22%
24.08.2007	
Отечественные лекарства-Финанс, 2 Объем — 1 300 000 000 / RUR	79.11%
28.08.2007	
АПК Аркада, 2 Объем — 700 000 000 / RUR	0%
30.08.2007	
НИКОСХИМ-ИНВЕСТ, 2 Объем — 1 500 000 000 / RUR	19.12%
31.08.2007	
АПК ОГО, 2 Объем — 1 200 000 000 / RUR	12.91%
07.09.2007	
Севкабель-Финанс, 2 Объем — 1 000 000 000 / RUR	59.30%
10.09.2007	
КБ МИА (ОАО), 3 Объем — 1 500 000 000 / RUR	7.39%
10.09.2007	
Мельничный комбинат в Сокольниках, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	99.95%
12.09.2007	
Медведь-Финанс, 1 Объем — 750 000 000 / RUR	1.65%
14.09.2007	
Талосто-Финанс, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	68.60%
17.09.2007	
Макси-Групп, 1 Объем — 3 000 000 000 / RUR	83.22%
18.09.2007	
ЛОМО, 3 Объем — 1 000 000 000 / RUR	43.38%
21.09.2007	
Еврокоммерц, 3 Объем — 3 000 000 000 / RUR	41.35%
24.09.2007	
Главмосстрой-Финанс, 2 Объем — 4 000 000 000 / RUR	72.50%
25.09.2007	
Сатурн, 1 Объем — 1 500 000 000 / RUR	69.60%

Бумага	Объем займа, выкупленный в ходе оферты
05.10.2007	
СМАРТС, 3 Объем — 1 000 000 000 / RUR	75.98%
Банк Союз, 2 Объем — 2 000 000 000 / RUR	55%
СНХЗ Финанс, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	67.16%
08.10.2007	
Уралвагонзавод-Финанс, 2 Объем — 3 000 000 000 / RUR, тип оферты — PUT	81.94%
09.10.2007	
ЕПК, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	53.60%
МДМ-Банк, 3 Объем — 6 000 000 000 / RUR	99,90%
Северная казна, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	98.77%
15.10.2007	
Дикая Орхидея, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	52.50%
16.10.2007	
ЮТК, 3 Объем — 3 500 000 000 / RUR	81.72%
17.10.2007	
Волгабурмаш, 1 Объем — 600 000 000 / RUR	60.93%
22.10.2007	
Российские коммунальные системы, 1 Объем — 1 500 000 000 / RUR	0%
АЦБК-Инвест, 3 Объем — 1 500 000 000 / RUR	61.42%
24.10.2007	
Уральский лизинговый центр, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	63.23%
26.10.2007	
Нордтекс (УК ТХ Яковлевский), 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	40.16%
30.10.2007	
БАНАНА-МАМА, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	70.94%
01.11.2007	
Альянс Русский Текстиль, 3 Объем — 1 200 000 000 / RUR	Около 50%*
Салаватстекло, 2 Объем — 1 200 000 000 / RUR	30%
06.11.2007	
СЛАВИНВЕСТБАНК, 2 Объем — 900 000 000 / RUR	96.83%
Жилсоципотека-Финанс, 1 Объем — 600 000 000 / RUR	95.95%

Исполнение оферт с 23.08.2007 по 01.01.2008 *(продолжение)*

Бумага	Объем займа, выкупленный в ходе оферты
12.11.2007	
СОРУС КАПИТАЛ, 1 Объем — 1 200 000 000 / RUR	27.92%
13.11.2007	
ЭйрЮнион, 1 Объем — 1 500 000 000 / RUR	30.11%
14.11.2007	
Автоприбор, 1 Объем — 500 000 000 / RUR	62.30%
16.11.2007	
Банк ЗЕНИТ, 3 Объем — 3 000 000 000 / RUR	38.18%
КБ Центр-инвест, 01 Объем — 1 500 000 000 / RUR	81.60%
19.11.2007	
Монетка-Финанс, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	79.94%
ПТПА-Финанс, 1 Объем — 500 000 000 / RUR	83%
20.11.2007	
Терна-финанс, 2 Объем — 1 500 000 000 / RUR	70.07%
22.11.2007	
Балтимор-Нева, 3 Объем — 800 000 000 / RUR	75.20%
Татфондбанк, 3 Объем — 1 500 000 000 / RUR	3.02%
Сибирская Аграрная Группа, 1 Объем — 400 000 000 / RUR	57.23%
Востокцемент, 1 Объем — 800 000 000 / RUR	16.75%
23.11.2007	
Газбанк, 1 Объем — 750 000 000 / RUR	94.44%
28.11.2007	
М.видео Финанс, 1 Объем — 2 000 000 000 / RUR	94.27%
05.12.2007	
Москоммерцбанк, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	99.99%
07.12.2007	
ТД Евросеть, 2 Объем — 3 000 000 000 / RUR	100%**
10.12.2007	
Белгранкорм, 1 Объем — 700 000 000 / RUR	18.29%

Бумага	Объем займа, выкупленный в ходе оферты
11.12.2007	
Банк Солидарность, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	83.60%
12.12.2007	
Санвэй-Груп, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	11.89%
14.12.2007	
Мастер-Банк, 3 Объем — 1 200 000 000 / RUR	48.05%
Алькор и Ко (Л'Этуаль), 1 Объем — 1 500 000 000 / RUR	86.46%
ОЗНА-Финанс, 1 Объем — 500 000 000 / RUR	61.4%
17.12.2007	
Миннеско Новосибирск, 1 Объем — 500 000 000 / RUR	34.6%
18.12.2007	
Марта-Финанс, 2 Объем — 1 000 000 000 / RUR	93.7%
Терна-финанс, 1 Объем — 500 000 000 / RUR	0.25%
Группа НИТОЛ, 2 Объем — 2 200 000 000 / RUR, цена оферты — 99	57.52%
20.12.2007	
Натур Продукт – Инвест, 2 Объем — 1 000 000 000 / RUR	66.96%
ЖК-финанс, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	24.28%
21.12.2007	
НОМОС-БАНК, 7 Объем — 3 000 000 000 / RUR	46.31%
Бразерс и Компания, 1 Объем — 500 000 000 / RUR	49.45%
24.12.2007	
АиФ – МедиаПресса – финанс, 1 Объем — 1 500 000 000 / RUR	2.4%
25.12.2007	
Инмарко, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	17.16%
Еврокоммерц, 1 Объем — 1 000 000 000 / RUR	97.55%
26.12.2007	
КИТ Финанс Инвестиционный банк, 1 Объем — 2 000 000 000 / RUR	12.9%
27.12.2007	
ВМУ-Финанс, 1 Объем — 1 500 000 000 / RUR	83.48%

** По уточненным данным*
*** По оценке участников рынка*

рыночную оценку стоимости денег для эмитента, которая практически никогда не отражает реальные ставки заимствований и находится неоправданно высоко по сравнению с банковскими кредитами, даже несмотря на бланковый характер облигационного займа».

По мнению господина Тушканова, выпуск облигаций без встроенных оферт могут себе позволить лишь эмитенты с высоким кредитным рейтингом, бумаги которых являются высоколиквидными и принимаются в качестве обеспечения по кредитам или РЕПО (в частности) Центральным банком РФ и другими крупными финансовыми институтами. Другим волей-неволей приходится довольствоваться годовыми-полуторагодовыми офертами. При этом удовлетворять комфортным для инвесторов ковенантам смогут немногие эмитенты, учитывая непредсказуемость и специфику реального бизнеса. «Вместо оферт теоретически возможны форвардные контракты на покупку со стороны банков-партнеров, — рассуждает господин Тушканов. — Однако такая практика еще не развита на отечественном рынке рублевого корпоративного долга, и данная услуга со стороны банков, на наш взгляд, будет стоить достаточно дорого».

Резюмируя общие настроения относительно необходимости оферт, можно сказать лишь одно: прошлогодний кризис и последовавший взлет ставок на облигационном рынке отбил у многих эмитентов желание в ближайший год вообще размещать какие-либо займы, что со встроенными офертами, что без оных. Эмитенты и третьего, и даже второго эшелона по-прежнему рассматривают облигационные займы не как инструмент привлечения денежных средств на более выгодных условиях, а как весьма затратный и хлопотный этап процесса повышения капитализации компании, дающий возможность в случае чего повыгоднее продать свой бизнес. И если раньше упомянутые хлопоты позволяли все же получать дополнительный денежный ресурс по более-менее приемлемой ставке, диверсифицируя заемные средства, то теперь эта возможность исчезла, причем заодно весьма эфемерной стала и возможность в обозримом будущем продать бизнес западному инвестору. А потому, не желая портить свое реноме в долгосрочной перспективе, и дебютанты на рынке, и даже те эмитенты, что нуждаются в рефинансировании долгов, по-прежнему упрямо придерживаются докризисных ориентиров доходности. За исключением, пожалуй, одного лишь ТКС-Банка.