Вадим МИХАЙЛОВ,
первый заместитель генерального директора ОАО «РЖД»

Бессрочные облигации из первых рук

Бессрочные облигации, то есть облигации без заранее определенного срока погашения, достаточно популярны в международной практике как среди эмитентов, так и среди инвесторов. Такие бумаги являются гибридным инструментом, сочетающим в себе характеристики долгового и акционерного капитала. Они особенно актуальны для компаний инфраструктурного сектора — гибридные инструменты использовались такими компаниями, как Deutsche Bahn, British Airways и другими.

Как правило, бессрочные облигации используются как временная мера привлечения финансирования без ущерба для долговых метрик. Через 5–10 лет облигации досрочно гасятся или замещаются обычным, более дешевым, долговым капиталом. При этом в основном такие облигации размещаются эмитентами с высоким инвестиционным рейтингом, так как возможность размещения во многом зависит от рыночной репутации заемщика и доверия к нему со стороны инвесторов.

Для российского рынка инструмент является новым. До 2019 года использовать подобного рода инструменты могли только банки. С 2019 года бессрочные облигации могут размещать и корпоративные эмитенты, если они соответствуют ряду критериев, в том числе:

- компания осуществляет свою деятельность не менее 5 лет;
- за последние 5 лет компания не допустила существенного нарушения условий исполнения обязательств по облигациям;
- компании присвоен максимальный кредитный рейтинг, соответствующий наивысшему уровню по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации;
- решение о размещении принято не менее 95% акционеров.

То есть фактически инструмент бессрочных облигаций доступен только надежным корпоративным заемщикам с безупречной репутацией, что существенно снижает потенциальные риски инвесторов.

ЗАЧЕМ БЕССРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЭМИТЕНТАМ И ИНВЕСТОРАМ

Основная особенность бессрочных облигаций для эмитента — возможность

БЕССРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ ДОСТУПНЫ ТОЛЬКО НАДЕЖНЫМ КОРПОРАТИВНЫМ ЗАЕМЩИКАМ С БЕЗУПРЕЧНОЙ РЕПУТАЦИЕЙ, ЧТО СУЩЕСТВЕННО СНИЖАЕТ ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ РИСКИ ИНВЕСТОРОВ

учитывать их в составе капитала, а не долга в отчетности компании, что позволяет снизить давление на долговые ковенанты. Это особенно важно для компаний, реализующих масштабные инвестиционные программы, таких как ОАО «РЖД».

Кроме того, этот инструмент становится актуальным в периоды нестабильной экономической обстановки, когда снижение операционных показателей не позволяет компаниям использовать кредитный рычаг для финансирования своей деятельности.

Для инвесторов основным преимуществом является возможность получить ценную бумагу высококачественного эмитента по ставке, которую платят эмитенты 2-го и 3-го эшелона. Например, дебютный выпуск бессрочных облигаций ОАО «РЖД» был размещен со ставкой купона 6.55%, спред к 5-летним ОФЗ составил 1.55%, что примерно на 1% выше, чем по срочным облигациям компании.

Помимо изначально более высокой ставки инструмент бессрочных облигаций также предполагает повышение ставки купона (step-up) через определенный период времени, обычно 5–10 лет, что дополнительно защищает инвестора от изменения рыночной конъюнктуры.

ОПЫТ ОАО «РЖД»

Мы начали проработку возможности выпуска бессрочных облигаций в 2017 году. За это время совместно с Банком России, аппаратом правительства Российской Федерации, Минфином и другими профильными министерствами была проделана огромная работа по созданию необходимой нормативно-правовой инфраструктуры для выпуска бессрочных облигаций на локальном рынке. С 1 января 2019 года вступили в силу изменения в Федеральный закон №39 «О рынке ценных бумаг», предусматривающие внедрение нового типа инструмента для корпоративных заемщиков — облигаций без определения срока их погашения.

Изначально использовать облигации предполагалось в качестве временного инструмента финансирования государственно значимых проектов (до получения бюджетного финансирования) в период прохождения пиковых периодов долговой нагрузки в рамках реализации Долгосрочной программы развития ОАО «РЖД» до 2025 года.

Однако нестабильная макроэкономическая ситуация, вызванная распространением коронавирусной инфекции, оказала существенное влияние на деятельность всех компаний, не только в России, но и в мире. В условиях снижения операционных показателей мы встали перед выбором — снижать инвестиционную программу более чем на 70% или искать альтернативные источники финансирования. Учитывая, что ОАО «РЖД» является одной из крупнейших компаний России и ежегодно формирует значительный объем внутреннего спроса на отечественную продукцию, столь значительное сокращение инвестиционной программы оказало бы негативное влияние на более чем 20 смежных отраслей.

Именно поэтому по итогам совместной проработки с правительством Российской Федерации выпуск бессрочных облигаций был поддержан в качестве антикризисной меры поддержки для сохранения объема инвестиционной программы ОАО «РЖД». Эта инициатива была также одобрена президентом РФ Владимиром Путиным на совещании по вопросам развития транспорта, состоявшемся 7 мая 2020 года. Благодаря тому что эмиссионная документация была в высокой стадии готовности, решение о размещении бессрочных облигаций ОАО «РЖД» в объеме 370 млрд рублей было принято правительством уже 13 мая 2020 года.

Облигации учитываются в капитале компании по МСФО и позитивно расцениваются со стороны рейтинговых агентств, что позволяет снижать давление

ВЫПУСК БЕССРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ БЫЛ ПОДДЕРЖАН В КАЧЕСТВЕ АНТИКРИЗИСНОЙ МЕРЫ ПОДДЕРЖКИ ДЛЯ СОХРАНЕНИЯ ОБЪЕМА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРОГРАММЫ ОАО «РЖД»

на долговые метрики, при этом использование такого инструмента не требует отвлечения бюджетных средств.

Безусловно, мы понимали, что инструмент является новым для российского рынка и на первоначальном этапе инвесторы могут расценить бессрочные облигации как бумаги с повышенным уровнем риска. Это значительно снизило бы интерес к ним со стороны таких инвесторов, как пенсионные фонды и управляющие компании. Для поддержки спроса на облигации со стороны максимально широкого круга инвесторов Минфином России и правительством Российской Федерации были предложены меры дополнительной защиты интересов инвесторов. Соответствующее поручение о компенсации недополученного инвесторами купонного дохода в случае принятия решения эмитента об отказе от выплаты купона было дано Минфину России Распоряжением Правительства Российской Федерации №1260-р от 13 мая 2020 года.

Компенсация купонного дохода со стороны государства в случае отказа ОАО «РЖД» от выплаты позволяет инвесторам учитывать облигации без срока погашения как высоколиквидную бумагу со стандартным уровнем риска. Сейчас совместно с Минфином России идет проработка механизма компенсации купонного дохода. При этом мы стараемся сделать его максимально простым и прозрачным, что позволит снизить риски инвесторов и обеспечит участие широкого круга рыночных инвесторов, в том числе институциональных инвесторов и пенсионных фондов.

УСПЕШНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ БЕССРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ОАО «РЖД» ОТКРЫВАЕТ ШИРОКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ЭТОГО ИНСТРУМЕНТА ДЛЯ ДРУГИХ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

ДЕБЮТ ОАО «РЖД»

26 июня 2020 года состоялось размещение дебютного выпуска бессрочных облигаций ОАО «РЖД» на сумму 30 млрд рублей по ставке 6.55% (ОФЗ 5л + 1.55%).

Несмотря на новизну инструмента, рынок воспринял его с энтузиазмом, в ходе формирования книги были поданы заявки от широкого круга инвесторов общим объемом более 65 млрд рублей по номинальной стоимости, что позволило несколько раз снижать ориентир по ставке купона (с 7% до финальных 6.55%) и увеличить объем размещения с изначальных 15 млрд рублей до 30 млрд. Накануне открытия книги выпуск был включен в международную расчетную систему Euroclear, благодаря чему в размещении смогли участвовать иностранные инвесторы.

Структура выпуска предполагает call-опционы каждые 5 лет и повышение ставки купона в случае неисполнения первого и второго call-опционов суммарно на 0.95%.

Размещение второго выпуска облигаций состоялось 31 июля 2020 года в объеме 20 млрд рублей по ставке 7.3% (ОФЗ 7л + 1.75%). По сравнению с первым выпуском была немного изменена его структура — так, call-опционы предусмотрены также каждые 5 лет, но повышение ставки происходит только в случае неисполнения второго call-опциона, то есть на 10-й год. Такая структура в большей степени соответствует международной практике, когда повышение ставки предусматривается не ранее чем через 10–15 лет, что отражает суть инструмента как капитала, а также соответствует критериям международных агентств по учету гибридных инструментов. Однако, поскольку бессрочные облигации изначально дороже обычных (срочных) долговых инструментов, эмитенты мотивированы выкупить бумаги вне зависимости от повышения ставки. Для инвестора такая структура означает, что он получает повышенную премию сразу же после размещения, учитывая тот факт, что в качестве базовой ставки по второму выпуску была определена доходность 7-летней точки G-кривой, а не 5-летней.

Обоим выпускам был присвоен кредитный рейтинг от АКРА на уровне AA+(RU), на одну ступень ниже максимального рейтинга, что еще раз подтверждает уровень надежности бумаг.

БУДУЩЕЕ БЕССРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Дальнейшее развитие инструмента бессрочных облигаций будет во многом зависеть от совместных действий всех участников рынка и принимаемых регуляторных решений.

Успешное размещение бессрочных облигаций ОАО «РЖД» является важным этапом развития локального финансового рынка и открывает широкие возможности этого инструмента для других российских эмитентов, которые так же, как и мы, столкнулись с необходимостью выбора между снижением инвестиционной программы, торможением уровня развития в долгосрочной перспективе с одной стороны и использованием более креативных решений — с другой.