Оферта — ЭТО МИНА замедленного действия

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «СЕНАТОР» (ВХОДИТ В ГК «ИМПЕРИЯ») РАЗМЕСТИЛА ДЕБЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ НА 800 МЛН РУБ. ПО СТАВКЕ 15.25% ГОДОВЫХ ВЕСНОЙ 2008 ГОДА. В МАЕ «СЕНАТОРУ» ПРЕДСТОИТ ПРОЙТИ ОФЕРТУ ПО ВЫПУСКУ.

В ИНТЕРВЬЮ КОРРЕСПОНДЕНТУ CBONDS REVIEW ФИНАНСОВЫЙ ДИРЕКТОР ХОЛДИНГА «ИМПЕРИЯ» АНДРЕЙ РОСТОВЦЕВ РАССКАЗАЛ О ГОТОВЯЩЕЙСЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА.

Андрей Ростовцев,
финансовый директор холдинговой компании «Империя»

Не секрет, что кризис довольно сильно ударил по всему арендному бизнесу. Как вы оцениваете сегодняшнюю ситуацию на рынке коммерческой недвижимости?

Арендный бизнес действительно очень серьезно пострадал в результате кризиса. В первую очередь, все операторы столкнулись с большим оттоком арендаторов. Если до кризиса у нас заполняемость по некоторым объектам достигала 100%, а по строящимся объектам были заключены предварительные контракты, то сейчас ситуация в корне изменилась. У нас есть два готовых бизнес-центра площадью 14 и 10 тыс. кв. м, и динамика заполняемости там крайне неоднозначная. При этом все наши объекты расположены в центре города. Можно представить, в какой ситуации оказались собственники, которые строили офис-центры на окраинах, закладывая в бизнес-планы расценки, сопоставимые с арендными ставками на офисные площади в центре города. Положение у них близко к катастрофическому.

Второй негативный момент, который затронул всех, это девальвация. 90% наших кредитов — долларовые. Привлекались они под потоки от действующих бизнес-центров. За счет эффекта девальвации цены на коммерческую недвижимость упали уже примерно на 50%. При этом новых сделок нет. Непонятно, что будет с арендаторами, как поведет себя дальше доллар.

Сегодня уже всем очевидно, что русское безумие на рынке недвижимости закончилось. До сих пор он был очень сильно переоценен. Если летом уровень платежеспособного спроса находился в районе $4–5 тыс. за кв. м, то сейчас цена остановилась у отметки $2.5 тыс. И коррекция еще будет происходить. Проблема в том, что продавцы пока психологически не готовы к новым ценовым уровням.

Понятно, что в ситуации полной неопределенности первичный рынок фактически оказался заморожен. Вам пришлось отказаться от каких-то проектов?

Мы перестали брать кредиты на развитие и строительные проекты, с октября прошлого года, когда стало понятно, что кризис будет очень серьезным и затяжным. Владельцы бизнеса приняли решение длинные проекты временно приостановить, а те, что находятся на начальной стадии реализации, завершить с минимальной потерей вложенных средств. Тем не менее, группа не отказывается

ни от одного из запланированных проектов. У нас есть два крупных проекта на стадии фундамента: сейчас мы занимаемся их консервацией, завершаем нулевой цикл.

Как только мы почувствуем, что спрос на коммерческую недвижимость начинает восстанавливаться, наши бизнес-центры снова заполнены, то будет принято решение вернуться к этим проектам. Сейчас делать какие-то прогнозы очень сложно. Глобально все зависит от того, насколько серьезно пострадал от кризиса весь российский бизнес, насколько он способен в новых экономических условиях выживать.

Но очевидно, что если до сих пор рынок коммерческой недвижимости в России был рынком арендодателя, то сейчас ситуация меняется на обратную. Думаю, что некоторое время эта тенденция сохранится.

Какой у компании сейчас уровень долга?

Мы всегда проводили достаточно консервативную финансовую политику, не старались залезать в долги, не «раздувались», как некоторые другие девелоперы. Тем не менее, по итогам прошлого года компания серьезно увеличила свою долговую нагрузку. До начала кризиса мы приобрели в собственность два действующих бизнес-центра в центре города. Сейчас эти покупки, безусловно, вызывают ряд вопросов с точки зрения их эффективности. Но для докризисного рынка это были достаточно интересные для нас сделки. Так или иначе, они существенно нарастили уровень долга компании. В настоящий момент долговая нагрузка по группе составляет $120 млн с учетом облигационного займа. Это достаточно большая цифра.

С началом кризиса собственниками была принята программа сокращения издержек. Мы значительно сократили наше строительное подразделение, управляющую компанию. В первую очередь, это коснулось персонала, общей расходной части. В общем, попытались подстелить соломку, когда поняли, что падение неизбежно. В нынешней ситуации это немного смягчило эффект, но не настолько, как хотелось бы. Положение весьма неоднозначное.

Какой объем обязательств вам придется рефинансировать в этом году?

Основную часть нашего долгового портфеля составляют длинные кредиты западных и крупнейших российских банков. Некоторые из обязательств (в первую очередь те, по которым банки подняли нам ставку, в том числе в валюте) компания погасила, заместив их новыми кредитами. Сейчас многое зависит от того, как поведет себя доллар. В настоящее время в Штатах идет активное накачивание финансовой системы деньгами, выкуп ипотечных облигаций на пару триллионов. Эти деньги поступят в банковскую систему — доллар начнет падать. А с учетом того, что пик девальвации, можно сказать, пройден, переходить в нынешней ситуации в рубли мы для себя особого смысла не видим. Да и ставки по рублевым кредитам на уровне 20% годовых для нас неприемлемы.

Таким образом, за исключением майской оферты по облигациям на 800 млн руб., необходимости в рефинансировании долга в текущем году у нас возникнуть не должно.

Решение о размещении рублевых бумаг год назад для компании изначально было скорее политическим, нежели экономическим, и рассматривалось руководством как шаг в сторону рынка. Честно говоря, я всегда довольно скептически относился к идее облигационного займа. Основной наш актив — это приносящая доход инвестиционная собственность, которую можно использовать в качестве залога по кредитам. Поэтому мы всегда привлекали именно залоговое финансирование.

В же время, структура большинства российских облигационных займов — это просто деньги на доверии. Инвесторы принимали решение о покупке бумаг того или иного эмитента просто потому, что за ним стояла некая группа лиц — акционеров, которым рынок доверял. Логика была такова: «Да, эти ребята умеют делать деньги, они с нами расплатятся, потому что приличные люди». Сейчас оказывается, что это не всегда так… Сегодня большинство компаний-эмитентов фактически стоит перед выбором — сохранить лицо и потратить все деньги на оферту или, наоборот, допустить дефолт, но зато сохранить бизнес, пуститься в длинные суды, истории с реструктуризациями и прочим. Никто из участников облигационного рынка не планировал, что оферты придется проходить за свои деньги. Считалось, что облигации — это чуть ли не навсегда. Сначала получим деньги от размещения, потом через годик пройдем оферту с помощью организатора, повысив на процентик ставочку, затем при погашении сделаем новый выпуск, за счет которого погасим старый, и так будет продолжаться всегда.

Финансовые показатели группы «Империя»

Средний показатель за месяц (в $)	2008	2009
Операционная выручка	5 745 162	3 069 283
Операционные расходы	2 589 649	1 105 278
EBITDA	3 155 513	1 964 005

Вы довольно долго тянули с размещением выпуска. Почему? Не устраивала цена? Насколько вы были удовлетворены итогами размещения, в частности, сложившейся ставкой на уровне 15.25%?

Мы достаточно долго не размещали выпуск, так как изначально рассчитывали, что ставка по облигациям будет сопоставима с нашими ставками по валютным кредитам, которые на тот момент у компании были не выше 12%. Когда на рынке случился первый микрокризис, ставка по рублевым заимствованиям выросла в среднем до 14–15% годовых, облигации нам были уже неинтересны. Тем не менее, чтобы не пропала регистрация, было принято решение привлечь часть денег даже по достаточно высокой ставке — 15.25%. Но надо отдать должное, что в отличие от тех доходностей, которые показывали другие участники рынка (когда организатором объявлялась ставка 13%, а 2% шло обратно участникам размещения в виде комиссии), наша ставка была абсолютно реальной.

Сегодня уже всем вполне очевидно, что успешность всех докризисных размещений была обусловлена тем, что денег на рынке было очень много. Любая компания, которая показывала, какая она красивая и успешная, могла привлечь деньги через облигации. Сейчас это обернулось тем, что большинство корпораций перегружены долгами. А то, что преподносилось инвесторам при размещении, мягко говоря, не соответствует действительности.

В этом плане российский долговой рынок ждет очень серьезная трансформация. Облигации останутся преимущественно инструментом крупных госкорпораций. Кроме того, в структуре займов, скорее всего, появятся залоговые элементы, определенные ковенанты, которые будут более детально прописываться в проспекте эмиссии.

Что касается второго и третьего эшелона, то такие размещения будут носить единичный характер. Если ставки MOSPRIME сегодня больше 20% на три месяца, как компании привлекать деньги через облигации на несколько лет? Либо ты предлагаешь рынку ставку не меньше 25%, но в этом случае ты точно не расплатишься с держателями, либо кредитуешься в банках под имеющиеся залоги.

Как вы оцениваете шансы компании успешно пройти оферту в мае этого года?

Ситуация весьма неоднозначная. Сейчас мы ведем переговоры с крупными держателями о том, чтобы они не предъявляли бумаги к оферте. При этом мы прекрасно понимаем, что у инвесторов стоит задача — возвращать деньги любой ценой. Но если платить проценты по облигациям мы в состоянии и дальше, то найти в моменте тот объем средств, который необходим для выкупа облигаций по оферте, в текущей ситуации для компании чрезвычайно сложно. Краткосрочные кредиты на оферту нам не нужны, так как в этом случае вместо группы кредиторов мы просто получим одного кредитора в виде банка. Нужны собственные средства. Крупные суммы поступают только от сделок по продаже земельных участков, но рынок полностью встал. Он ждет, когда начнет восстанавливаться спрос на конечную недвижимость.

Поэтому нам еще предстоят непростые переговоры с инвесторами по поводу реструктуризации задолженности. Условия этой реструктуризации мы в данный момент прорабатываем. Рассматриваются разные варианты. К примеру, мы можем предложить инвесторам земельные участки, права аренды в наших бизнес-центрах.

На помощь организатора не рассчитываете?

Организатор мог помочь эмитенту тогда, когда был рынок. Это раньше банк мог на неделю выкупить оферту, а потом разместить бумаги обратно в рынок среди других участников. Понятно, что в нынешней ситуации эти облигации никому не нужны. Выкупая выпуск на себя, организатор фактически заморозит средства на неопределенный срок. При другом варианте организатор должен сам стать вашим кредитором, выдавая эмитенту кредит на оферту. Но в данной ситуации ни один банк на это не пойдет.

То есть вероятность дефолта по облигациям вы не исключаете?

Если нам не удастся договориться с нашими кредиторами, то исключать этого не стоит. Мы сейчас работаем над тем, чтобы сформулировать некие публичные условия реструктуризации. Наша задача еще и в том, чтобы это предложение было правильно воспринято рынком и не вызвало какого-то негатива, в том числе со стороны наших банков-кредиторов.

Сегодня у большинства держателей позиция такая: будет дефолт, будем судиться…

С другой стороны, инвесторы должны понимать, что, предъявляя к оферте бумагу, они фактически играют в лотерею. Есть большой риск того, что, предъявив весь объем выпуска к оферте, вы фактически подтолкнете эмитента к банкротству. Держатели ведь не всегда знают, сколько еще у каждой конкретной компании исков со стороны подрядчиков, иных структур… Плюс ко всему, все имущество должника, как правило, находится в залоге.

Что в этом случае получает кредитор? Исполнительный лист, с которым он встает в длинную очередь. Но хватит ли на него денег, большой вопрос. Как правило, не хватает. Все имущество заберет себе банк. Все, что останется на счетах, уйдет тем, кто уже давно судится с компанией. И все! Была облигация, приносила доход, в итоге получили ноль, зафиксировали убыток.

Насколько выросла ставка заимствований для вас с начала кризиса? На каких условиях банки готовы вести переговоры сегодня?

Сегодня на Западе уже начинают появляться деньги. Если в конце прошлого года даже разговоры по поводу финансирования с банками можно было не вести, то сейчас мы уже снова начали определенные переговоры, идет рассмотрение заявок. Речь идет о привлечении кредитов под залог действующих бизнес-центров с потоками.

Сегодня банки готовы вести с нами переговоры почти на тех же условиях, что были до кризиса: это ставка в валюте на уровне 13–14%. Пока говорить о завершении переговоров рано. Это скорее среднесрочная перспектива. Западные банки тоже волнует наш облигационный заем. Он многих банкиров стал в последнее время волновать. В этом плане оферта — это своего рода мина замедленного действия. Если мы проходим оферту, то все вздохнут свободно.

Когда, по вашим оценкам, можно ожидать восстановления рынка недвижимости?

Рынок должен нащупать свое дно. Думаю, что сейчас он уже достаточно близок к этому.

Многое зависит от того, что покажут ближайшие несколько месяцев. Пока очевидно, что владельцы проблемных активов к нынешнему уровню цен не готовы. Им нужно еще несколько месяцев, чтобы понять, что обратно отскока не будет и в ближайшие год-два цены не вырастут. Недостроенные объекты сегодня вообще никому не нужны. Непонятно, за счет чего их достраивать, как их потом заселять, по каким ставкам. Даже готовые, но не заполненные бизнес-центры с отделкой — и те непонятно, по какой цене покупать. Для нас как профессиональных операторов на рынке коммерческой недвижимости сегодня непонятно, какая там будет ставка — 1200, 1000 или 500 руб. за кв. м. По нашим прогнозам, какая-то понятная динамика в отношении арендных ставок появится ориентировочно к лету.

В глобальном смысле, рынок ждет некое качественное перерождение. До сих пор его развитие происходило за счет длинных и дешевых западных денег. На кредитные деньги покупались новые объекты, которые приносили какие-то деньги. При этом ставки по кредитам были минимальные. Вот на эту разницу между доходностью объекта и кредитом бизнес и существовал. Сейчас ситуация в корне изменилась: то, что напокупали большинство девелоперов, уже имеет совсем другую цену и приносит совсем другие деньги.

Кризис в определенной степени меняет ориентиры и ценности. Если раньше нужно было быть просто очень большим, раздуться, как мыльный пузырь, то сейчас самое главное — это текущий финансовый поток, эффективность, рентабельность.

В перспективе на рынке останутся только очень крупные, сильные компании, которые сумеют кризис пережить, поглотить конкурентов. Этот будет совершенно другой рынок, на котором будут действовать совершенно иные механизмы ценообразования, подход к управлению недвижимостью.