



Проблемы и действия российских компаний при выходе на рынок корпоративного долга

Алексей Ненадышин

Начальник Отдела ценных бумаг
и корпоративных действий АО МГТС

Будучи универсальным инструментом, эмиссия облигаций может решить конкретные задачи корпоративной финансовой интеграции, предоставляет возможность проведения операций по счетам типа «С», позволяет выполнять стратегические инвестиционные задачи. В зависимости от целей эмиссий различаются методы ее проведения, размещения и управления обращением. В своей статье я постараюсь обосновать проблемы и методы их решения, возникающие при выходе компании на рынок корпоративного долга с целью привлечения средне- и долгосрочных инвестиций.

Целесообразность эмиссии

В настоящее время целесообразность эмиссии долговых корпоративных бумаг на отечественный рынок определяется следующими соображениями:

- эмитент привлекает крупномасштабные инвестиции;
- эмитент получает инвестиции на длительный срок, поскольку срок обращения эмиссии составляет несколько лет;
- обязательства эмитента не переходят на ее активы, так как активы не находятся под залогом;
- эмиссия является сравнительно недорогим методом привлечения финансовых ресурсов — стоимость обслуживания эмиссии в среднем ниже аналогичных затрат на кредитование, а расходы по размещению и обращению эмиссии сопоставимы с расходами на открытие кредитной линии и ссудного счета;
- ежеквартальные или полугодовые купонные выплаты позволяют улучшить ряд финансовых показателей, в том числе текущую ликвидность, объем средств в обороте;
- эмитент получает возможность самостоятельно регулировать временные и стоимостные параметры привлечения внешнего финансирования с учетом текущей экономической ситуации;
- компании-импортеры получают возможность хеджировать свои риски, частично номинируя свои пассивы в отечественной валюте.

Проблемы

Кратко перечислив положительные следствия выпуска корпоративных долговых бумаг, перейду к проблемам, которые возникают в связи с выходом компании на рынок заимствований. Прежде всего, необходимо четко разделить данные проблемы на три основные категории:

- макроэкономические риски;
- корпоративные проблемы;
- правовые трудности.

Макроэкономические риски

Выходя на рынок корпоративного долга, компания неизбежно оказывается втянута в сферу интересов большого числа контрагентов. К ним относятся профессиональные участники, инвесторы, государственные органы, торговые площадки, депозитарии и т.д. Интеграция, прежде всего, связана с принятием правил данного экономического сегмента и разделением проблем и рисков макроэкономического характера. Коснусь наиболее существенных, на мой взгляд.

- На рынке отсутствуют инструменты, декларирующие безрисковые уровни доходности (risk free benchmarks), что усложняет диверсификацию инвестиционного портфеля и затрудняет определение премии за риск для корпоративных бумаг. В конечном итоге отсутствие безрисковой доходности серьезно затрудняет формирование инвестиционного портфеля и понижает интерес потенциальных инвесторов к данному сегменту рынка.

- Несмотря на многочисленные заявления правительства России о начале экономического роста и мерах по улучшению инвестиционного климата в стране, ставка рефинансирования ЦБ РФ (один из немногих реально действующих индикаторов доходности) остается высокой. Такая ставка делает рыночные рублевые заимствования чрезвычайно дорогими для реального сектора, где рентабельность продаж редко превышает 25-30%. Два-три процента экономии на облигациях в данном случае не существенны.

- На российском рынке отсутствуют общепризнанные методы оценки рисков. Международные кредитные рейтинги Standard&Poor's или Moody's плохо коррели-

руют с реальной ситуацией (пример «Сибура», я думаю, достаточно красноречив). Такая ситуация приводит к неопределенности в принятии инвестором решений об участии в первичных размещениях, о сроках вложения в ценные бумаги, объемах открытой позиции на данный сегмент рынка.

- Отсутствие крупных финансовых институтов на рынке корпоративного долга — Сбербанк, Пенсионного фонда, западных банков и инвестиционных фондов — не способствует росту ликвидности бумаг.

Корпоративные проблемы

Как уже было сказано выше, выход на рынок заимствований означает для эмитента начало работы с большим числом контрагентов. Интеграция подразумевает обмен информацией между эмитентом и рынком. Информационная открытость компании предполагает, во-первых, наличие у компании четкой стратегии развития, когда внешним пользователям понятны решения менеджмента и акционеров. Во-вторых, она предполагает оперативное взаимодействие бухгалтерии, финансовой службы, пресс-службы компании. Эти структуры призваны обеспечить своевременное, полное и единообразное информационное освещение финансово-хозяйственной деятельности эмитента. Процесс централизации информационных потоков тесно связан с процессом централизации властных полномочий и может вызывать конфликт интересов структурных подразделений компании.

Информационная открытость позволяет инвесторам оценить инвестиционную привлекательность путем формального финансового анализа, SWOT-анализа и т.д. Однако стоит принять во внимание, что ввиду отсутствия у основных эмитентов — естественных монополий — отработанной маркетинговой политики данные компании могут лишь очень приблизительно оценивать свои внутренние инвестиционные риски и управлять ими. Таким образом, выход компании на рынок заимствований заставляет компанию ужесточить финансовую дисциплину и упорядочить методы инвестиционного планирования.

Правовые сложности

Основная правовая проблема состоит в методах, используемых в настоящее время эмитентами для снижения стоимости обслуживания эмиссии, в том числе в практике выставления безотзывных оферт. Российское законодательство неоднозначно трактует данный документ. Даже если не принимать во внимание отсутствие в большинстве проспектов эмиссий, обращающихся в настоящее время на рынке, пункта о досрочном погашении, остается вопрос о правильной трактовке данной сделки как крупной или серии взаимосвязанных сделок и полномочности управляющих органов компании принять данное обязательство.■

Программное обеспечение

DepoNet®

- ✓ бэк-офис
- ✓ депозитарий
- ✓ система ведения реестров

РИККО

(095) 282-1429, 755-1656
E-mail: ricco@mtu-net.ru
WWW.RICCO.RU