



Как правильно структурировать облигационный заем?

Людмила Храпченко

Альфа-Банк

Рынок рублевых корпоративных облигаций имеет интересную особенность. По множеству различных структур облигационных займов, используемых компаниями, он едва ли имеет аналоги в других странах. Почему сложилась такая ситуация и как структурировать выпуск облигаций, чтобы он имел реальные шансы на успех — ответам на эти вопросы посвящена данная статья.

Какие типы инструментов есть на рынке

Фиксированная/плавающая процентная ставка. На сегодня среди рублевых корпоративных облигаций есть почти все возможные типы структур облигационных займов, которые можно себе представить. На рынке присутствуют даже выпуски дисконтных облигаций (первые выпуски облигаций АЛРОСЫ, ММК, 1-й выпуск облигаций Славнефть), несмотря на то, что высокие расходы, связанные с организацией займа, и небольшой срок обращения делают такой тип облигаций непривлекательным для эмитентов. Купонные облигации выпускаются как с фиксированной, так и с плавающей ставкой.

Выпусков облигаций с переменным купоном на рынке сегодня большое изобилие. Основные способы «плавания» — это пересчет купона на основании доходности ГКО-ОФЗ, курса доллара к рублю и свободный пересмотр процентной ставки эмитентом. Индексация к ставке рефинансирования также практикуется, но обычно дополняется другими видами «плавания».

Оферта на досрочный выкуп. Помимо этого, практически все рыночные выпуски корпоративных облигаций — вне зависимости от типа ставки (фиксированной или плавающей) предусматривают оферту на досрочный выкуп со стороны эмитента либо его агента. Оферта сокращает для владельцев облигаций горизонт инвестирования средств и, как следствие, означает меньшие процентные расходы для эмитента.

Предыстория

Для того, чтобы прояснить, откуда на рынке взялось такое многообразие инструментов, необходимо знать, как проходило его развитие.

Напомним читателям, что первые выпуски¹ корпоративных облигаций появились вскоре после августовского кризиса. В подавляющем большинстве эти выпу-

ски были ориентированы на иностранных инвесторов, имеющих рублевые средства на счетах типа «С». По этой причине практически все первые выпуски корпоративных облигаций имели так называемую валютную оговорку — т. е. выплачиваемый купон и основная сумма долга индексировались к курсу доллара США. Основная часть первых выпусков облигаций носила нерыночный характер, и основной массе внутренних инвесторов эти облигации были неинтересны.

В конце 1999—начале 2000 гг. начали появляться первые рыночные выпуски облигаций, ориентированные на российских инвесторов (первые выпуски облигаций АЛРОСА, ММК). Как правило, такие облигации выпускались в дисконтной форме, а объемы выпусков были существенно меньше тех, что предлагались для владельцев счетов типа «С». При высоких номинальных процентных ставках, существовавших на тот момент (30–40% годовых по краткосрочным инструментам), дисконтная форма облигаций не слишком удорожала заимствования для эмитентов.

К середине 2000 г. риски, связанные с рублевыми инструментами, стали приемлемыми для внутренних инвесторов. К тому моменту произошло три важных события:

- стала более предсказуемой динамика курса рубля,
- под влиянием высокой ликвидности в банковской системе доходность рублевых гособлигаций снизилась до 25–30% годовых (с 70–80% годовых в конце 1999 г.). Снижение доходности гособлигаций заставило инвесторов искать альтернативные способы размещения средств,
- эмитенты стали использовать механизм оферты, который позволил размещать долгосрочные выпуски по приемлемым ставкам.

К концу 2000 г. процентные ставки снизились достаточно сильно для того, чтобы доля расходов, связанных с организацией выпуска облигаций, в общих затратах эмитента стала значительной. В то же время максимальный срок инвестиций на рынке составлял не более полугода. Ожидания дальнейшего снижения процентных ставок на рынке и желание привлечь фи-

¹ Первыми эмитентами корпоративных облигаций летом 1999 г. стали ОАО «Газпром», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «ТНК». Некоторые российские предприятия выпускали облигации и до 1999 г., но они не были ориентированы на массового инвестора.

нансирование на длительный срок заставили эмитентов и организаторов облигационных выпусков искать новые структуры.

Поскольку на тот момент важным показателем благополучия экономики и индикатором уровня процентных ставок была доходность ГКО-ОФЗ, естественным событием стало появление выпусков облигаций, ставка купона по которым индексировалась на основании выпусков ГКО-ОФЗ. Первым таким выпуском стали облигации МГТС, а пик эмиссий облигаций со ставкой, привязанной к доходности рублевых гособлигаций, пришелся на весну-лето 2001 г.

В дальнейшем, впрочем, компании стали отказываться от подобной практики. Дело в том, что доходность государственных ценных бумаг на протяжении 2001 г. снижалась значительно быстрее, чем доходность корпоративных облигаций. Как следствие, ставки купонов по облигациям, рассчитанные на основании ОФЗ, оказывались ниже рыночных, и для того, чтобы не выкупать облигации по оферте, эмитентам приходилось назначать цену оферты выше номинала².

Выход из этой ситуации был найден в эмиссии облигаций, сочетающих оферту с регулярным пересмотром процентной ставки эмитентом накануне исполнения оферты. Многие выпуски, размещенные во второй половине 2001 г., были структурированы именно таким образом. По сути, такая структура облигационных выпусков эквивалентна серии коротких бумаг, так как эмитент при желании оставить заем в обращении просто назначает рыночную ставку купона на следующий период. К сожалению, новые «Стандарты эмиссии облигаций» запрещают произвольное назначение ставки купона эмитентом, и устоявшаяся к концу прошлого года структура выпусков вновь требует пересмотра.

Таким образом, сегодняшнее многообразие структур облигационных займов на рынке корпоративных облигаций имеет простое объяснение. В течение последних двух лет рынок быстро эволюционировал, а параметры облигационных выпусков гибко реагировали на меняющиеся предпочтения эмитентов и инвесторов. По мере расширения круга инвесторов и возможности удлинения сроков заимствований можно ожидать появления более стандартных инструментов без промежуточных оферт.

Структурирование выпуска облигаций

При структурировании выпусков рублевых корпоративных облигаций важно понимать, что параметры облигационного займа — это результат двух переменных. С одной стороны, на параметры займа влияют рыночные факторы, с другой — определенные правила регулирования. И те, и другие накладывают определенные ограничения.

Тем не менее, можно сформулировать несколько правил, следование которым существенно увеличивает шансы на успешное размещение выпуска облигаций.

Правило первое: срок заимствований — не более трех лет

Сегодня максимальный горизонт инвестирования средств в рублях, к которому готовы участники рынка корпоративных облигаций, составляет около 1 года³. Это связано с тем, что у основных участников рынка — банков — по-прежнему короткие пассивы, а ликвидность облигаций все еще остается довольно низкой. Поэтому при отсутствии оферты или досрочного погашения по долгосрочным облигациям их будет крайне сложно разместить на рынок даже при высоком уровне доходности.

Вместе с тем, организация выпуска облигаций связана с определенными расходами, которые в среднем составляют 2-3% от объема выпуска, а также с затратами времени (на организацию займа требуется, по меньшей мере, 2,5-3 месяца). Из-за этого многие эмитенты предпочитают размещать займы с большими сроками обращения. Если при сроке обращения один год накладные расходы увеличивают стоимость заимствования на 2-3%, то при увеличении срока до трех лет расходы в годовом исчислении снижаются до 0,7–1%. Для многих эмитентов это весьма существенный выигрыш.

Казалось бы, наилучшим решением в такой ситуации было бы размещение облигаций с максимально возможным сроком обращения (пять лет и более). Однако на рынке очень мало таких выпусков. Срок обращения более трех лет — обычно не оптимальный выбор для эмитента. Почему? Для того, чтобы удлинить сроки заимствования, компании вынуждены выпускать облигации с достаточно сложной структурой. Как мы видели, рынок корпоративных облигаций эволюционирует очень быстро, поскольку быстро меняются предпочтения инвесторов. В частности, увеличивается срок, на который участники рынка готовы инвестировать без оферты. Также эволюционирует регулирование рынка облигаций.

До тех пор, пока структура облигационных выпусков претерпевает значительные изменения, либо реагируя на предпочтения инвесторов, либо подчиняясь новым правилам регулирования рынка, наилучшим решением будет умеренный срок обращения облигационного займа. Через два-три года вполне вероятно, что российские предприятия смогут размещать 2-3-летние выпуски без промежуточных оферт и без привязки процентной ставки к всевозможным индикаторам.

Правило второе: объем заимствований — не более 10–15% от годового оборота компании

Определенное преимущество облигаций перед банковскими кредитами состоит в том, что они могут выпускаться без обеспечения, тогда как по кредитам банки, как правило, требуют обеспечения. Законодательно объем выпуска необеспеченных облигаций для компаний, существующих не менее двух лет, ограничен уставным капиталом эмитента. Молодые компании либо предприятия с небольшим уставным капиталом имеют

² Назначение цены досрочного выкупа выше номинала означает для эмитента, что часть процентов по облигациям выплачивается из чистой прибыли.

³ При отсутствии валютной оговорки, которая может удлинить сроки заимствования в 1,5-2 раза.

право только на эмиссию обеспеченных облигаций — обеспечение может предоставляться как в форме имущества, так и поручительства.

Зачастую крупные предприятия, известные на рынке, но не имеющие достаточного уставного капитала, довольно формально подходят к вопросу поручительства по облигациям. Законодательство не выдвигает каких-либо требований к поручителю, и, по принятой практике, его стараются выбрать таким образом, чтобы чистые активы были достаточными для исполнения обязательств по облигациям в случае дефолта заемщика.

Для компаний, неизвестных инвесторам, имя и финансовое состояние поручителя может иметь огромное значение, снижая стоимость заимствований на несколько процентных пунктов. А слабые заемщики даже при наличии значительного уставного капитала должны искать поручителя.

Так или иначе, нежелательно, чтобы объем заимствований превышал 10–15% годового оборота компании, даже при условии высокой рентабельности бизнеса. Это примерно тот объем, который стабильно работающая компания может аккумулировать при неблагоприятной ситуации, т. е. в случае отсутствия возможности рефинансировать облигационный заем. Такое же правило действует и в отношении поручителя по облигациям. Именно по этой причине пороговым объемом продаж для потенциальных эмитентов облигаций называют 2,5–3 млрд. руб.

Правило третье: чем проще инструмент, тем лучше для инвестора

Когда западные инвесторы начинают интересоваться рынком рублевых корпоративных облигаций, как правило, они приходят в ужас. Для профессионального западного инвестора, скрупулезно анализирующего все риски, связанные с покупкой ценных бумаг, даже наличие офферты по облигациям представляет большую проблему. Дело в том, что офферта не является «встроенным» опционом, и у нее есть свои специфические риски. Российские инвесторы, напротив, готовы покупать облигации со сроком обращения более года только при наличии такой офферты. В случае же, если по облигациям предусмотрен переменный купон, «правильный» иностранный инвестор будет анализировать, каковы ценовые риски на рынке базового актива.

К особенностям, «утяжеляющим» выпуск облигаций, относится все, что делает инструмент нестандартным, в частности:

- переменная ставка купона;
- высокая частота офферт (для сегодняшнего рынка — чаще, чем раз в полгода);
- неравномерные купонные выплаты;
- нехарактерная для рынка база расчета купона (стандартом на российском рынке при расчете купона является фактическое число дней в году и купонном периоде, поэтому, если для расчетов число дней в году принимается равным 360, это представляет неудобство для инвесторов);
- неравномерный график погашения (амортизационные выпуски).

Общее правило таково, что чем проще структура инструмента, тем лучше для инвесторов. По простому инструменту (облигациям с фиксированным купоном и без промежуточных офферт) легко рассчитать доходность к погашению, в то время, как по некоторым видам облигаций с плавающей ставкой это сделать невозможно. Как показывает практика, бумаги с более понятной структурой активнее торгуются на вторичном рынке, а значит — в перспективе для эмитента будет снижаться стоимость заимствований.

Следование этому правилу означает, что если у эмитента нет причин ожидать резкого снижения процентных ставок на рынке, *по облигациям более предпочтительна фиксированная ставка купона.*

Правило четвертое: для компаний, не имеющих экспортной выручки, не делать «валютной оговорки»

Срок, прошедший с начала существования рынка корпоративных облигаций, весьма невелик, и еще не было прецедентов дефолта. Безусловно, как уже говорилось, объем заимствований не должен превышать возможности компании по обслуживанию, но есть еще один вид риска, который приемлем далеко не для всех стабильно работающих компаний. Это валютный риск. Известно, что после кризиса те из российских компаний, которые успели привлечь внешнее финансирование, испытывали значительные проблемы с погашением задолженности.

Общее правило заключается в том, что если основная доля поступлений у предприятия — рублевая, то и облигационный заем не должен предусматривать валютных компенсаций. Исключение было бы возможно только в случае заимствования на короткий срок (до 6 месяцев) и в том случае, когда у эмитента есть веские основания ожидать, что курс рубля будет стабильным в течение периода обращения облигаций. Однако, как уже отмечалось, высокие накладные расходы при эмиссии краткосрочных облигаций (5–6% в годовом исчислении для 6-месячных выпусков) делают такие заимствования бессмысленными для предприятий.

Для тех же компаний, которые имеют значительный объем продаж в валюте или чья выручка индексируется к валютному курсу, наличие валютной оговорки может давать дополнительные преимущества при эмиссии облигаций. Причем, эти преимущества проявляются не столько в пониженной ставке, сколько в удлинении сроков заимствований. Сегодня хороший эмитент может разместить выпуск облигаций со сроком обращения / периодичностью офферты, равным 1 году. Для выпусков облигаций с валютной оговоркой, этот срок увеличивается до 1,5–2 лет.

Подводя итоги, отметим, что в статье обозначены общие принципы, без выполнения которых успешное размещение облигационного займа затруднено. Надеемся, что соблюдение этих простых правил позволит повысить шансы на успех для корпоративных эмитентов. |