

«Есть неэффективности, которые нужно устранять»

КРУГЛЫЙ СТОЛ БАНКОВ–ОРГАНИЗАТОРОВ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

По просьбе Cbonds Review представители ведущих инвестиционных команд на рынке организации субфедеральных и муниципальных выпусков обсудили предварительные итоги в сегменте региональных займов, а также обменялись мнениями о ключевых проблемах, с которыми сталкиваются организаторы субфедеральных сделок, включая нерыночную конкуренцию, ценовой демпинг, несовершенство конкурсных процедур и слишком высокую зарегулированность процесса размещения облигаций городов и регионов.

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ АКТИВНОСТЬ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ РЕГИОНАЛЬНОГО ДОЛГА В 2013 ГОДУ?

Михаил Автухов, управляющий директор банка «ОТКРЫТИЕ»

— Активность на первичном рынке заметно возросла по сравнению с 2012 годом, прошел ряд крупных знаковых сделок, появилось несколько новых субфедеральных заемщиков. Однако несмотря на рост объема предложения, во всех выпусках фиксировался спрос, значительно превосходивший их номинальный объем.

Антон Романов, руководитель отдела первичных размещений «ВТБ Капитала»

— В 2013 году мы увидели весь спектр эмитентов, представляющих региональный сектор. Это были области, края, республики и один город. Были эмитенты с рейтингом В и эмитенты ВВВ-уровня. Размещались как опытные эмитенты, которые выпускают облигации практически каждый год, так и дебютанты, впервые вышедшие на публичный рынок в 2013 году. Мы наблюдали и маленькие выпуски, и большие сделки с крупным спросом.

Считаю, что это был отличный год с точки зрения активности эмитентов и работы организаторов и, соответственно, результатов размещения. Многие регионы, пропустившие этот год, уже рассматривают возможности размещения облигаций в 2014 году, а большинство эмитентов, выходящих на рынок в текущем году, уже приняли решение о предстоящих выпусках 2014 года.

Виктория Якимова, директор департамента рынков долгового капитала управления инициирования сделок РОСБАНКа

— По итогам третьего квартала текущего года можно уверенно констатировать возросшую активность региональных и муниципальных заемщиков. Размещено 17 облигационных займов общим номинальным объемом 96 млрд руб. против 13 выпусков облигаций объемом 48.6 млрд руб. за аналогичный период прошлого года. Положительным моментом также является появление новых имен: на рынок вышли Омская и Кемеровская области.

Евгений Литвин, заместитель генерального директора ИК «РЕГИОН»

— В 2013 году активность на рынке регионального долга резко выросла, это выразилось и в увеличении объемов заимствований, и в появлении новых эмитентов. Связано это в первую очередь с ухудшающимся состоянием региональных бюджетов, проблемами с наполнением его доходной части, которые сопровождаются ростом социальных расходов. В результате долговая нагрузка регионов значительно увеличилась, при этом часть заимствований была привлечена с кредитного рынка, а часть — с облигационного.

Алексей Безрукавников, директор отдела первичных размещений долговых бумаг департамента инвестиционно-банковской деятельности Sberbank CIB

— Активность на рынке достаточно высокая, что является отражением в целом благоприятной рыночной конъюнктуры. В текущем году субъекты РФ размещаются с доходностями на 50 и более пунктов ниже по сравнению с выпусками тех же эмитентов в прошлом году. Кроме того, с начала 2013 года мы наблюдали несколько дебютных размещений: Мордовия, Омская область, Смоленская область.

КАКУЮ СДЕЛКУ ВЫ БЫ
НАЗВАЛИ САМОЙ УДАЧНОЙ
СРЕДИ РАЗМЕЩЕНИЙ
2013 ГОДА?
КАКИЕ ВЫПУСКИ МОЖНО
СЧИТАТЬ БЕНЧМАРКАМИ
ЭТОГО ГОДА?

Антон Романов



— Основными бенчмарками, исходя из объема, уровня спроса, активности вторичного рынка, количества выпусков в обращении и других факторов, я бы назвал Красноярский край, Республику Башкортостан, Самарскую область и Нижегородскую область.

Однако выделить одну сделку очень сложно, так как каждая наша транзакция чем-то отличалась от предыдущей, и все они были эффективными и удачными. Например, размещение облигаций Липецкой области — первая семилетняя сделка 2013 года, после которой и мы, и другие организаторы увидели, что инвесторы готовы к удлинению портфелей. Размещение облигаций Новосибирска — это первое размещение крупного выпуска муниципалитета, до этого муниципаль-

ные эмитенты ограничивались небольшими выпусками объемом 1–2 млрд руб. Облигации Республики Башкортостан — огромный спрос и фантастический результат при сроке обращения в 7 лет.

Михаил Автухов

— Две крупные знаковые для рынка сделки, которые служат бенчмарками при размещении других выпусков, — это выпуски облигаций Самарской области и Красноярского края. В обоих случаях сделки привлекли самый широкий спектр инвесторов, была зафиксирована переподписка более чем в два раза, что позволило эмитентам снизить стоимость заимствований.

Также хотелось бы отметить крупное размещение Нижегородской области. Регион регулярно выходит на рынок с новыми крупными займами, гарантирующими ликвидность вторичного рынка. В этом году область впервые разместила выпуск объемом 10 млрд руб., мы считаем это знаковым событием для региона.

Алексей Безрукавников

— Отметить одну сделку как наиболее успешную и при этом сохранить объективность достаточно трудно. Большинство сделок, в которых Sberbank CIB выступил организатором, получили самые лестные отзывы со стороны субъектов РФ благодаря нашим усилиям и результатам, зачастую превосходящим ожидания самих эмитентов. Что касается бенчмарков, то я бы отметил наиболее крупные сделки: выпуски Самарской области (8,3 млрд руб.) и Красноярского края (11 млрд руб.), которые при больших объемах вызвали высокий интерес со стороны

инвесторов и были размещены с хорошей переподпиской и минимальной премией за первичное предложение.

Виктория Якимова

— Безусловно, размещение облигационного займа Красноярского края 2013 года, генеральным агентом которого выступил РОСБАНК. Очередной выпуск краевых облигаций номинальным объемом 11 млрд руб. был успешно размещен 25 сентября 2013 года на ММВБ со ставкой купона 7.95% годовых. Несмотря на значительный

объем выпуска и присущую сентябрьскому долговому рынку волатильность, спрос инвесторов превысил предложение более чем в 2.5 раза и составил 26 млрд руб. Итоги размещения в очередной раз раскрыли огромный инвестиционный потенциал Красноярского края и подтвердили высокое кредитное качество эмитента.

Евгений Литвин

— Среди удачных размещений можно отметить Нижегородскую область и Красноярский край.

Евгений Литвин



— Несовершенство законодательной базы при процедурах проведения тендеров на выбор организаторов, нерыночная конкуренция с кредитами государственных банков.

Антон Романов

— Действительно, есть ряд «неэффективностей», которые необходимо устранять. Первая заключается в том, что в Федеральном законе 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» сказано, что решение о выпуске должно содержать дату начала размещения. С учетом ряда процедур, связанных с подписанием этого документа, предоставлением его организатору торговли и депозитарию, есть риск ухудшения конъюнктуры рынка в период между утверждением решения о выпуске и фактическим размещением облигаций. Как следствие, клиент может получить сред-

ства по менее привлекательным условиям или разместить выпуск не полностью.

Второй, основной, момент для организаторов — это неэффективная процедура отбора организаторов.

Михаил Автухов

— Основная «неэффективность» — это конкурсные процедуры, при которых фактор цены с весом 80% играет определяющую роль при выборе организатора выпуска. Качество услуг имеет вес всего 20%. В конечном итоге это может негативно отразиться и на эмитенте, у которого возникают сложности с размещением в случае выбора неопытного организатора, и на организаторах — лидерах рынка, в настоящее время больше работающих за идею, чем за финансовую мотивацию.

Алексей Безрукавников

— С точки зрения регулирования этого сегмента рынка за последние несколько лет ситуация, к сожалению, практически не улучшилась. Процедуры конкурсного отбора организаторов по-прежнему устроены таким образом, что ключевое значение при оценке конкурсных заявок имеет цена контракта, а не реальная возможность участника конкурса провести размещение облигаций субъекта РФ на лучших рыночных условиях. Но есть и положительный момент — субфедеральные эмитенты становятся более разборчивыми в выборе генерального агента и все реже пытаются сэкономить на цене контракта за счет качества размещения.

Виктория Якимова

— Излишняя зарегулированность процедур выбора агентов эмитентов создает предпосылки для развития недобросовестной конкуренции.

НАЗОВИТЕ ОСНОВНЫЕ
«НЕЭФФЕКТИВНОСТИ»
РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ
ЗАИМСТВОВАНИЙ

ЧТО НУЖНО

МЕНЯТЬ В РЕГУЛИРОВАНИИ

СУБФЕДЕРАЛЬНОГО

СЕКТОРА РЫНКА?

Михаил Автухов

— Существует значительный лаг между двумя ключевыми точками процесса размещения облигаций — принятием решения о выпуске и фактическим поступлением средств от размещения эмитенту. С учетом всевозможных процедур этот лаг составляет 3–4 месяца. За это время конъюнктура рынка может существенно измениться, что усложняет процесс размещения облигаций, а его итоги становятся менее выгодными для эмитента.

Антон Романов

— В целом механизм отлажен. Нужно лишь ускорить процесс размещения облигационного займа. Эмитентам муниципального и субфедерального сектора необходимо предоставить возможность размещаться в течение всего года — с января по декабрь. Для этого необходимы изменения нормативно-правовой базы, чтобы эмитенты могли заранее провести все необходимые процедуры и получить полностью упакованный продукт, готовый к размещению в любой момент. Появилось «окно» на 3–4 дня — эмитент сразу же идет на размещение.

Нужно упрощать процедуры выпуска бондов, сводить их к аналогу биржевых программ для корпоративных клиентов, при этом, естественно, одновременно усиливать мониторинг соблюдения нормативных требований со стороны Министерства финансов. В текущий момент, к сожалению, большинство субъектов РФ в силу процедурных особенностей первые полгода занимаются подготовкой выпуска, потом ждут «окна» для размещения, и все вместе конкурируют за деньги инвесторов. Мы это наблюдали и в декабре 2012 года, и в сентябре-октябре 2013 года, когда было много размещений. Упрощение процедурных вопросов позволит эмитентам субфедераль-

ного сектора размещаться в «окна» первой половины года, что снизит их конкуренцию друг с другом и позволит занимать средства на более привлекательных условиях.

Евгений Литвин

— Нужно наконец придумать для эмитентов законный способ не проводить тендеры на выбор биржи и депозитария. Ускорить и упростить процедуру регистрации облигационных займов. При существующем порядке процедура подготовки облигационного займа по срокам и трудозатратам значительно превышает сроки привлечения кредитов, хотя, по сути, это равнозначные заимствования.

Алексей Безрукавников

— Необходимо создавать условия для того, чтобы процедуры конкурсного отбора становились более объективными, а для этого нужно минимизировать возможности ценового демпинга и ввести более формализованную оценку квалификации участников размещения заказа. Отчасти подобные нормы предусмотрены в новом законе о госзакупках (Федеральный закон от 05.04.2013 № 44-ФЗ «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд»), большая часть положений которого вступит в силу 1 января 2014 года. Посмотрим, как будут работать эти нововведения на практике.

Виктория Якимова

— Важно усилить конкурентную составляющую в части выбора агентов эмитентов. Специфика субфедерального сегмента, бюджетный характер привлекаемых средств диктуют необходимость усиления конкуренции, в том числе и по качеству оказываемых агентами услуг.

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ ДИНАМИКУ ВТОРИЧНОГО РЫНКА МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ?

Михаил Автухов

— Нельзя сказать, что в 2013 году ситуация на вторичном рынке как-то значительно изменилась. Сравнительно небольшие выпуски довольно быстро теряют ликвидность и расходятся по консервативным инвесторам, которые зачастую держат их до погашения. Крупных выпусков стало больше (Красноярский край, Самарская область, Нижегородская область). Большой объем выпуска позволяет региону оптимизировать

структуру своего долгового портфеля и увеличить его дюрацию, в то время как инвесторы получают достаточно ликвидный инструмент, в котором идет активная торговля. Кроме того, подобные выпуски выступают ориентирами при размещении других регионов.

Антон Романов

— Вторичный рынок субфедеральных облигаций разнится от сделки к сделке. Как правило, обеспечение ликвидно-

сти выпуска — многофакторная задача: это и объем займа, и качество риска, и количество выпусков у эмитента, и особенно способ размещения. В случае если выпуск размещается путем проведения конкурса по купону, бумага может осесть у небольшого количества долгосрочных инвесторов, которые крайне не заинтересованы торговать на рынке. С учетом текущей целевой аудитории инвесторов ликвидность даже по сравнению с корпоративным сектором остается крайне невысокой, за исключением отдельных сделок. На мой взгляд, ситуация кардинально не изменится, все будет зависеть от макроэкономических показателей, от движения в секторе ОФЗ.

Евгений Литвин

— В большинстве случаев вторичный рынок достаточно быстро умирает по прошествии небольшого периода времени после размещения. Облигации расходятся

по портфелям стратегических инвесторов, объемы реальных торгов невысоки. Вряд ли в следующем году эта тенденция изменится, если только биржа не будет активнее развивать институт маркетмейкерства.

Алексей Безрукавников

— В текущем году мы наблюдали некоторое сокращение спредов субфедеральных выпусков к кривой ОФЗ. При условии благоприятной макроэкономической конъюнктуры эта тенденция может сохраниться и в 2014 году.

Виктория Якимова

— Центральным событием 2013 года стала либерализация рынка государственных и муниципальных облигаций. На фоне этого мы наблюдали положительную динамику вторичного рынка в течение года (за исключением второго квартала текущего года) и надемся на ее сохранение в будущем.

**БУКБИЛДИНГ ИЛИ
АУКЦИОН? КАК
ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ
ЭФФЕКТИВНОСТЬ
ДЕЙСТВУЮЩИХ ПРОЦЕДУР
ПРИ ПЕРВИЧНОМ
РАЗМЕЩЕНИИ ВЫПУСКОВ?**

Алексей Безрукавников



— Оба способа имеют свои плюсы и минусы. Мы рекомендуем субъектам РФ аукцион в случае хорошего рынка, наличия выпусков в обращении и высокого кредитного качества эмитента. Если выпуск дебютный или на рынке нестабильная ситуация, предпочтительнее использовать букбилдинг, который дает эмитенту больший контроль за ходом размещения и большую

гибкость по сравнению с аукционом при формировании книги заявок.

Антон Романов

— Трудно ответить на этот вопрос однозначно. Футбол или хоккей? Это два абсолютно разных способа размещения, которые и при первичном размещении, и на вторичном рынке могут показывать разные результаты. Букбилдинг дает прогнозируемые итоги на размещений, хорошие показатели на вторичном рынке за счет диверсификации базы инвесторов и наличия неудовлетворенного спроса ввиду частичной аллокации. При этом в букбилдинге отсутствует ажиотаж конкурса по купону, при котором у инвестора зачастую объективно не хватает информации для принятия ценового решения. Естественно, проводить конкурс на волатильном рынке очень сложно. Сегодня спрос и ажиотаж могут быть, а через два дня выйдут негативные новости, которые заморозят первичку, и конкурс рискует не состояться. Также важно отметить, что инвестору в случае букбилдинга абсолютно понятно, какую сумму резервировать на размещение. На аукционе инвестор может ничего не купить и напрасно понесет расходы по фондированию сделки.

Евгений Литвин

— Каждый способ размещения имеет право на существование. В условиях уверенно растущего рынка выгоднее использовать аукцион. В ситуации неопределенной динамики рынка или проблем с ликвидностью предпочтительнее механизм букбилдинга.

Михаил Автухов

— Скорее букбилдинг. Он позволяет привлекать в выпуск большее число инвесторов, что позитивно отражается на конечной стоимости заимствований, позволяет поддерживать ликвидность вторичного рынка, кроме того, у организаторов есть больше времени на работу с рынком. В случае с конкурсом, один крупный игрок, предложивший наилучшие условия,

забирает большую часть выпуска, и на вторичном рынке выпуск быстро теряет ликвидность, а у игроков, не получивших бумагу, пропадает интерес к работе с облигациями эмитента.

Виктория Якимова

— Оба способа размещения имеют свои плюсы и минусы в зависимости от ситуации. РОСБАНК — практически единственный профессиональный участник рынка ценных бумаг, который сохраняет практику размещений в форме конкурсов/аукционов на Московской бирже. Мы считаем, что это максимально прозрачный и рыночный способ размещения как для эмитентов, так и для инвесторов. Итоги подобных размещений носят, как правило, объективный рыночный характер.

НАСКОЛЬКО ВОЗРОСЛА КОНКУРЕНЦИЯ В СЕКТОРЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ЗАЙМОВ В ЭТОМ ГОДУ?

Михаил Автухов



— Мы не заметили серьезного изменения ситуации. Определяющую роль на рынке по-прежнему играют три-четыре крупнейших игрока.

Антон Романов

— Конкуренция не выросла — она видоизменилась в лучшую сторону. Снижился объем нулевых и нерыночных ценовых предложений от организаторов. Ушли споры по применению закупочных процедур с привлечением сторонних организаций. Если 2012 год был

периодом жесточайшей конкуренции, то 2013-й я бы назвал годом консолидации. На мой взгляд, очевидно, что распределение ролей на данном рынке рано или поздно будет соответствовать ситуации в корпоративном секторе, то есть будет 2–3 организатора, которые консолидируют более 50–60% рынка, и ряд организаторов с долей рынка до 10%.

Евгений Литвин

— Конкуренция резко возросла, увеличилось использование административного ресурса. В то же время стало больше коллективных сделок с несколькими организаторами.

Алексей Безрукавников

— Конкуренция остается высокой, но благодаря тому, что на этом рынке определились лидеры, одним из которых по-прежнему является Sberbank CIB, она приобретает более цивилизованные формы.

Виктория Якимова

— Основные игроки — все те же. Конкуренция сильна, и, к сожалению, принципы добросовестной конкуренции не всегда выдерживаются.

Алексей Безрукавников

— Мы планируем сохранить наше лидерство в этом сегменте.

Евгений Литвин

— Брокерская компания «РЕГИОН» все активнее развивает свое присутствие на рынке муниципальных и субфедеральных заимствований, поэтому мы рассчитываем, что с каждым годом будем продвигаться в рейтинге все выше.

Антон Романов

— С учетом распределения государственных и муниципальных контрактов на 2013 год команда «ВТБ Капитала»

будет конкурировать за первое место в итоговом рейтинге организаторов муниципальных облигаций. Достижение лидирующей позиции в данном сегменте рынка мы считаем одной из важнейших задач для нашей команды на этот год.

Михаил Автухов

— Ожидаем войти в тройку лидеров.

Виктория Якимова

— Наша задача — быть в пятерке лидеров.

ВАШИ АМБИЦИИ
В РЕЙТИНГЕ ОРГАНИЗАТОРОВ
МУНИЦИПАЛЬНЫХ
ОБЛИГАЦИЙ
ПО ИТОГАМ ГОДА

ПРОГНОЗЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА НА 2014 ГОД: УВИДИМ ЛИ МЫ НОВЫЕ ИМЕНА?

Антон Романов

— Размещение облигаций остается привлекательным инструментом с точки зрения ставок и сроков. На мой взгляд, если не будет изменений относительно исполнения государственных программ, рыночной ситуации, то рынок муниципальных бондов продолжит расти. Будут и абсолютно новые имена, и эмитенты, имеющие опыт, но взявшие некоторую паузу на рынке. Естественно, большинство эмитентов, вышедших на рынок в 2013 году, продолжат заимствовать через облигации, поскольку год выдался крайне удачным. Повысится конкуренция между регионами и за деньги инвесторов, надеюсь, что и за услуги организаторов.

Евгений Литвин

— В следующем году мы увидим дальнейший рост долговой нагрузки регионов. Это объективный процесс. Доходов не хватает, помощь из федерального бюджета сокращается. Безусловно, появятся и новые имена. Если говорить о перспективах, основной вопрос связан с состоянием фондового рынка: насколько стабильным он будет и сможет ли «переварить» облигации с более длинной дюрацией. Если нет, то облигации проигрывают конкуренцию кредитам коммерческих банков.

Алексей Безрукавников

— На наш взгляд, рынок первичных размещений субфедеральных займов продолжит расти в объеме и количестве выпусков, и ряд субъектов, планировавших, но по разным причинам отложивших дебютные размещения в 2013 году, смогут выйти на рынок в следующем году.

Виктория Якимова



— Мы прогнозируем существенный рост объемов заимствований на фоне положительной динамики доходностей.

Михаил Автухов

— Новые имена появляются. Это мы наблюдали и в прошлом, и в текущем году (Омская область, Мордовия и другие). В 2014 году мы ждем несколько дебютов, однако рост числа имен, представленных на рынке, идет довольно медленно. Эти темпы по-прежнему не соответствуют тем вызовам, которые сегодня стоят перед многими регионами. Структура долга большинства субъектов далека от оптимальной, в ней преобладают короткие банковские кредиты, что повышает риски рефинансирования и негативно сказывается на уровне кредитных рейтингов. ©

ИНВЕСТИЦИОННО- БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ

- Организация облигационных займов для корпоративных клиентов и банков
- Организация синдицированных кредитов для корпоративных клиентов и банков
- Сделки с акционерным капиталом / слияния и поглощения