Облигации для служебного пользования

Иван Макаров

Конец этого года ознаменовался целым рядом резонансных событий, связанных с размещением облигаций государственных финансовых структур. Как и предсказывал Cbonds Review в прошлом номере, схема «симметричного» выпуска облигаций, в результате которой на рынке фактически появились бумаги для служебного пользования, получила масштабное развитие. Первым побочным результатом этого стал выход госбанков в лидеры рынка услуг по организации облигационных займов, вторым — появление у коммерческих структур возможности заработать за счет денежных ресурсов Банка России.

Напомним, что впервые о возможном перераспределении по итогам нынешнего года ролей в сфере организации облигационных займов участники рынка заговорили еще в октябре этого года. Именно тогда стало окончательно ясно, что большинство эмитентов решило отложить выпуск своих облигаций, а потому частным инвестиционным банкам и компаниям вряд ли удастся набрать дополнительные очки в борьбе за первые места в рейтинге организаторов облигационных займов. Между тем, крупные государственные банки, традиционно входящие в пятерку организаторов облигационных займов, наоборот, начали выходить на рынок с крупными займами для того, чтобы облегчить себе в дальнейшем доступ к финансовым ресурсам Банка России и различных институтов развития. Апофеозом этого процесса стала организация Газпромбанком с разницей всего в неделю двух собственных облигационных займов общим объемом 40 млрд руб.

Даже тем, кто не является участником облигационного рынка, очевидно, что это размещение в условиях низкой ликвидности, порожденной фактическим закрытием зарубежными банками кредитных лимитов на Россию и недоверием банков друг другу, носило нерыночный характер — как и размещение облигаций Россельхозбанка и ВТБ 24, а заодно и выпуск LPN ВТБ объемом 30 млрд руб.

С помощью облигационных займов Минфин РФ и Банк России приступили к выстраиванию системы, которая, с одной стороны, позволит государственным банкам значительно улучшить свою ликвидность, а с другой — позволит на время разместить многомиллиардные средства государственных институтов развития, таких как Банк развития (ВЭБ), Российская корпорация нанотехнологий, Фонд содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства, Инвестиционный фонд, без какого-либо риска их потерять. Судя по всему, заключительным этапом выстраивания этой системы станет выпуск облигаций Банка России на 400 млрд руб., проведение которого назначено на 12 декабря.

Между тем, запуск схемы перекрестного рефинансирования государственных структур напрямую ударил по интересам коммерческих структур, оперирующих на облигационном рынке. Само собой, в первую очередь пострадали компании — организаторы рыночных размещений облигаций. Один только Газпромбанк двумя ноябрьскими сделками «для служебного пользования» записал себе в актив результат, сравнимый с итогами работы на рынке организации облигационных займов «Тройки Диалог» в первом полугодии нынешнего года — теми самыми итогами работы, которые позволили этой инвестиционной компании уверенно занять первую строчку в рейтинге организаторов. Очевидно, что в связи с последними событиями шансы этой компании удержать-таки лидерство по итогам года окончательно устремились к нулю.

«В следующем году многие государственные компании будут проводить тендеры по выбору банка-организатора своих займов, и вполне могут поставить одним из критериев выбора лидерство в рейтинге организаторов, — говорит Павел Соколов, руководитель управления долговых инструментов ИК «Тройка Диалог». — Да и коммерческие компании, выходящие на облигационный рынок, в большинстве своем предпочитают обращаться исключительно к лидерам в сфере размещений, не вдаваясь в подробности, почему та или иная компания занимает верхние строчки рейтинга. Поэтому, на наш взгляд, необходимо скорректировать систему подсчета рейтингов организаторов, исключив из расчета те выпуски, которые банки организуют сами для себя, либо рассчитывать два различных рейтинга: один с учетом их собственных размещений, а другой без такового».

Примечательно, кстати, что нынешняя ситуация на рынке услуг по размещению облигаций очень похожа на то, что происходило во время кризиса доверия 2004 года. Ведь несмотря на то что кризис ликвидности, спровоцированный мировым финансовым кризисом, не привел к разорению крупных участников российского финансового рынка (хотя кое-кто в сентябре и смаковал названия некоторых компаний), итогом этого кризиса, как и кризиса доверия, стало резкое усиление на рынке позиций государственных банков, которые не только практически мгновенно заняли первые строчки в рейтингах, но и опередили по значимости своих действий для всего рынка в целом иностранных инвесторов. Именно госбанки станут теперь поставщиками тех финансовых средств, которые ранее коммерческие банки привлекали за рубежом. И именно действия институтов развития, а не иностранных спекулянтов, уже в самом обозримом будущем могут стать главным фактором, влияющим на конъюнктуру российского рынка облигаций. Выделенные государством 640 млрд руб. сперва окажутся на счетах институтов развития, затем — в обмен на долговые обязательства госбанков, выкупленные структурами этих самых госбанков, — перекочуют к ним на счета. После этого они окажутся на рынке межбанковского кредитования и позволят коммерческим банкам восполнить нехватку ликвидности и возобновить покупки на первичном и вторичном облигационных рынках. Конечно, большая часть из них через выпуск облигаций Банка России окажется в ЦБ, и тому не придется дополнительно печатать рубли, чтобы поддерживать предоставление кредитов под залог бумаг эмитентов из ломбардного списка.

Вместе с тем, реализация госбанками схемных сделок привела к тому, что возможность неплохо заработать за государственный счет получили и коммерческие банки. По данным Cbonds Review, топ-менеджеры практически всех крупных банков уже с середины ноября всерьез изучают возможность реализации похожих схем. Никто ведь не мешает двум банкам, имеющим одинаковые кредитные рейтинги и давно зарегистрированные эмиссии, провести закрытое размещение, обменявшись по примеру госбанков облигациями и нарисовав себе какую угодно ставку, после чего спокойно принести их в Банк России, получив деньги под 6% годовых. Конечно, тут возникает много сложностей: все-таки брать на себя чужой кредитный риск не всякий захочет, да и со стыковкой займов по объемам и доходностям не все так просто. Но есть ведь и еще более простой вариант. Организовать себе заем, у самого себя же его выкупить и затем точно так же принести в Банк России и получить — заметим, на абсолютно законных основаниях — деньги под очень выгодную ставку! Конечно, тут встает другая проблема, которая носит не технический, а скорее глубинный характер: каким образом реализацию такой схемы банком воспримут другие участники рынка. Не упадет ли в их глазах репутация инвестиционного банка, который организует нерыночные займы для самого себя или для другого инвестбанка, с которым сговорился о симметричных выпусках? Не посчитают ли конкуренты такие технические размещения, имеющие своей целью исключительно получение денежных средств Банка России, проявлением слабости того или иного кредитного учреждения, признаком его неспособности получить ресурс на рынке, не закроют ли в массовом порядке лимиты на это самое учреждение, попутно начав массированную информационную атаку на его клиентов? Или же наоборот, такой ход будет воспринят как смелое, без интеллигентских рефлексий, бизнес-решение, позволяющее очень хорошо зарабатывать на падающем рынке? К тому же ведь можно и вообще не размещать никаких бумаг, а активно играть на разнице между текущими доходностями на облигационном рынке и ставкой РЕПО. Кое-кто из финансистов уже подсчитал, что такая стратегия может принести до 30% годовых. Что называется, только подставляй «плечо»!

Вот только, как показывают события последних десяти лет, игры с государством и его институтами если и приносят прибыль, то только в краткосрочном периоде. Затем следуют убытки, а часто и уголовные дела. Ничего незаконного в наживе на разнице между ставками нет, как нет ничего незаконного в размещении облигаций с единственной целью — заложить их в ЦБ РФ. Но совершенно так же ничего незаконного в свое время не было и в схемах по оптимизации налоговых платежей. Чем все эти схемы закончились для компаний, которые наверняка бы присутствовали нынче в ломбардном списке, все очень хорошо знают.

Очевидно, что Банку России будет сложно скорректировать ситуацию, повысив ставку РЕПО, по какой-то неведомой причине замершей на отметке в 6% годовых. Это может вновь вызвать нервозность на отечественном рынке и привести к новому падению, чреватому кризисом не только в узком сегменте финансового рынка, но и в экономике в целом. Но думается, что и без изменения этой ставки мегарегулятор, кураторы которого теперь чуть ли не ночуют в российских банках, имеет возможность донести до участников рынка негласную рекомендацию не выходить за рамки приличий и не переходить за «субъективно оцениваемую» черту, за которой заканчивается пополнение ликвидности в кризисное для всего мирового финансового рынка время и начинается получение дополнительных спекулятивных доходов за счет государственного ресурса.

Но все-таки очень бы хотелось, чтобы Банк России официально и публично разъяснил, каким образом устанавливается ставка РЕПО, каким образом и когда она может меняться, а заодно и прокомментировал, может ли высокая активность какого-либо из участников рынка в сделках РЕПО быть воспринята, скажем, как «незаконное предпринимательство». Правда, последний вопрос имеет смысл заодно сразу адресовать и следственному комитету при прокуратуре РФ, который, как известно, часто имеет собственное мнение по вопросам, связанным с долговыми обязательствами.