Денис ЛЕОНОВ, руководитель департамента рынков долгового капитала, **BCS Global Markets**



Рустем КАФИАТУЛЛИН, директор департамента долгового капитала, Инвестиционный Банк Синара



Новая нормальность

осле длительной приостановки торгов в конце марта на российских биржах снова начала теплиться жизнь. Постепенно Банк России расширял перечень доступных инвесторам инструментов. В рамках данного круглого стола эксперты рынка обсудили самые волнующие сейчас вопросы: как справиться с «шоками», как происходящее повлияло на российский фондовый рынок и чего стоит ожидать.

КАКУЮ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ВЕЛА КОМАНДА DCM ВО ВРЕМЯ ФАКТИЧЕСКИ МЕСЯЧНОЙ ПРИОСТАНОВКИ ТОРГОВ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ?

Денис Леонов

 Несмотря на заморозку фондового рынка после начала спецоперации и приостановку новых рыночных размещений облигаций, DCM-команда BCS Global Markets продолжала активное сотрудничество с клиентами. Приоритетной задачей DCM стала оценка платежеспособности наших эмитентов: были проведены личные встречи с руководством и представителями компаний, осуществлена независимая оценка кредитного качества и способности клиентов рассчитываться по обязательствам перед кредиторами, в том числе держателями облигаций. Индивидуальный подход к каждому клиенту — это

та философия, которой мы придерживаемся, которая позволяет нам быть гибкими и обеспечивать потребности компаний, оказывая каждому клиенту необходимую поддержку в подобных условиях неопределенности. На текущий момент у нас в работе такие проекты, как прохождение оферт, buyback-и. Кроме того, даже сейчас к нам продолжают обращаться эмитенты за услугами по организации первичных размещений облигационных займов.

Рустем Кафиатуллин

- Несмотря на приостановку торгов наша работа не прекращалась. Мы активно встречались и общались с клиентами, помогали выстраивать новые планы работы, консультировали по всем возникающим в условиях неопределенности вопросам. Также мы продолжали нашу текущую работу по подготовке эмиссионных документов, она никогда не останавливается.

Мария Запруднова

— Во время вынужденной паузы на Московской бирже мы, как и, вероятно, все на рынке, находились в постоянном диалоге с эмитентами и инвесторами с целью снижения эмоциональной напряженности и урегулирования возникающих вопросов относительно сложившейся ситуации.

Круглый стол DCM





Олег КОРНИЛОВ, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, AO «Райффайзенбанк»

Мария ЗАПРУДНОВА, руководитель направления DCM, AO «Экспобанк»

Также, как вы, вероятно, знаете, мы являемся одним из лидеров DCM-рынка коммерческих облигаций. И пока работа биржи была

ограничена, на внебиржевом рынке мы сопровождали наших эмитентов для успешного прохождении оферт, планировали их дальнейшие размещения и уже 31 марта закрыли очередное размещение коммерческих облигаций. Так что бизнес не стоял на месте.

КАК САНКЦИОННАЯ РИТОРИКА ВЛИЯЕТ НА DCM-НАПРАВЛЕНИЕ В БАНКОВСКОМ БИЗНЕСЕ? ОЖИДАЕТЕ ЛИ ВЫ ИЗМЕНЕНИЕ СПИСКА БАНКОВ-ОРГАНИЗАТОРОВ И, СЛЕДОВАТЕЛЬНО, ПОЗИЦИЙ В РЭНКИНГЕ ОРГАНИЗАТОРОВ?

Рустем Кафиатуллин

– Безусловно, санкции привели к серьезным потрясениям в банковском бизнесе, под влиянием которых список банков-организаторов может существенно измениться относительно конца 2021 года. На какое-то время активность на рынке долгового капитала снизилась, однако потребность в привлечении финансирования у эмитентов все равно остается. В прошлом году Инвестиционному Банку Синара удалось успешно дебютировать, организовать много сделок, отмеченных наградами. Сегодня же мы больше ориентируемся на поддержку наших клиентов, чем думаем о потенциальных местах рэнкинга. Сейчас куда важнее, чтобы восстановился рынок, возобновилась активность эмитентов и инвесторов.

Мария Запруднова

— Безусловно, внешнеполитическая риторика влияет на DCM-направление, как, впрочем, и на все остальные направления. Многие из лидеров направления попали в SDN-списки. Однако будем надеяться, что на локальном рынке российские эмитенты не станут приостанавливать сотрудничество с коллегами из банков-организаторов, попавших под ограничения.

Преждевременно говорить об изменении позиций в рэнкинге организаторов, сейчас на повестке, скорее, восстановление рынка облигаций в целом. Для себя в текущей ситуации мы видим безусловный потенциал развития отношений с эмитентами, главное — дождаться нового витка размещений, а ожидаем мы его после снижения ключевой ставки до комфортных для этого уровней.

Олег Корнилов

— Рынок формировался изначально локальными игроками, поэтому влияние внешних факторов на них и рэнкинг Cbonds будет минимальным.

Денис Леонов

— Очевидно, что рынок DCM-услуг будет меняться под текущим санкционным давлением. Некоторые банкиорганизаторы уже меняют стратегию развития своих IB-подразделений, в том числе это касается и DCM-бизнеса. Пока что мы видим только первые шаги в виде выделения IB в отдельный периметр и переименований, при этом очевидно желание всех основных игроков сохранить свое присутствие и лидерство на DCM-рынке.

ПРОВОДИЛАСЬ ЛИ ВНЕПЛАНОВАЯ РАБОТА С ЭМИТЕНТАМИ? ПЛАНИРУЕТСЯ ЛИ РАСШИРЕНИЕ ПРОГРАММЫ РАБОТЫ С ЭМИТЕНТАМИ?

Мария Запруднова

— Да, мы активно коммуницировали с эмитентами и с потенциальными эмитентами, и, конечно же, многие готовы к новым размещениям, как только условия на рынке станут комфортными для этого. Сейчас многие занимаются подготовкой к этому: регистрируют программы, подготавливают решения о выпуске, а мы сопровождаем их в данных процессах.

Как и ранее, Экспобанк нацелен на расширение перечня эмитентов, которым мы помогаем организовать облигационные заимствования как на биржевом, так и на внебиржевом рынках.

Олег Корнилов

— Одним из преимуществ Райффайзенбанка является наличие нескольких диверсифицированных направлений в рамках IB. Сегодня в фокусе нашей работы — М&А, стратегическое консультирование клиентов, ESG/цифровой чек-ап и привлечение долгосрочных источников финансирования через сделки с капиталом.

Денис Леонов

— Как уже говорилось ранее, DCM BCS GM с самого начала спецоперации ведет активную работу с эмитентами по расширенному списку вопросов и задач.

Рустем Кафиатуллин

— За время профессиональной деятельности наша команда видела разные ситуации на рынке, это далеко не первый кризис, с которым приходилось сталкиваться. Мы готовы предлагать работающие решения в каждом индивидуальном случае, например, можем помочь эмитентам в выкупе подешевевших собственных облигаций. Также мы готовы консультировать клиентов по всем вопросам, касающимся прохождения текущих или объявления дополнительных оферт. В некоторых случаях может понадобиться организация проведения общих собраний владельцев облигаций (ОСВО), ожидаем появления запросов на согласование новых ковенантных пакетов в изменившихся условиях.

СТОИТ ЛИ В БЛИЖАЙШЕМ БУДУЩЕМ ОЖИДАТЬ НОВЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ НА РЫНКЕ? ЕСЛИ ДА, ТО ЭМИТЕНТЫ ИЗ КАКИХ ОТРАСЛЕЙ, ВЕРОЯТНЕЕ ВСЕГО, РЕШАТ ВЫЙТИ НА РЫНОК? БУДЕТ ЛИ НАБЛЮДАТЬСЯ АКТИВНОСТЬ СО СТОРОНЫ КОМПАНИЙ СЕГМЕНТА МСП?

Рустем Кафиатуллин

— Появление новых размещений ожидаем не ранее осени, и естественно, как это всегда бывает, первыми на рынок должны начать выходить эмитенты первого эшелона, а за ними уже подтянутся и остальные. Что касается МСП, то активности стоит ждать только при условии, что сегменту будут оказаны существенные меры государственной поддержки.

Мария Запруднова

— Как нам видится, на текущий момент, даже после снижения ключевой ставки на 300 б. п., стоимость фондирования за счет облигаций слишком высока. Мы ожидаем новых облигационных размещений не ранее второй половины 2022 года при условии неоднократного снижения ключевой ставки Банком России и стабилизации ситуации в экономике.

В случае размещений на текущем рынке эмитент очень хорошо должен просчитать

для себя всю степень риска, которую он берет на себя с целью обслуживания дорогого долга в текущих условиях.

Олег Корнилов

— Безусловно, рынок будет искать дополнительные возможности и направления. Мы это уже видим на отдельных попытках вторичного размещения облигаций в рамках прохождения оферт.

Денис Леонов

— В текущих реалиях тяжело что-то прогнозировать. Рынок стал жить недельными таймфреймами (и это можно расценивать как прогресс по сравнению с ситуацией в марте). При этом мы преисполнены оптимизма и надеемся на восстановление рынка первичных размещений если не в краткосрочном, то в среднесрочном периоде точно. Очевидно, что в корпоративном сегменте

первыми на рынок вернутся эмитенты первого эшелона.

Активность со стороны компаний МСП есть. Некоторые клиенты считают, что в новой экономической парадигме они не только не пострадают,

но и получат возможности для развития. И размещение облигаций такие компании рассматривают как один из приоритетных вариантов привлечения дополнительного финансирования.

Стоит отметить, что некоторые компании, рассматривающие Восток как приоритетный регион для развития бизнеса, задумываются об эмиссии облигаций, номинированных в юанях.

ОЖИДАЕТЕ ЛИ ВЫ ВОЛНУ ДЕФОЛТОВ? ЕСЛИ ДА, ТО КАКИЕ ОТРАСЛИ МОГУТ ПОСТРАДАТЬ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ? А КАКИЕ, НАОБОРОТ, НАИБОЛЕЕ ПЕРСПЕКТИВНЫ В ТЕКУШИХ УСЛОВИЯХ?

Денис Леонов

— Прошло слишком мало времени с момента начала пертурбаций в экономике, чтобы образовалась полноценная волна дефолтов. В настоящий момент экономическая ситуация до конца не адаптировалась к новым условиям, да и сами условия ведения бизнеса не до конца сформировались. Пока что ситуация меняется каждый день, и это касается практически всех аспектов ведения бизнеса: расчеты, санкции, логистика, ценообразование и пр. Поэтому на текущий момент прогнозировать «волну» довольно тяжело, но как минимум единичных дефолтов рынок не избежит.

Тем не менее не стоит забывать о компаниях, которые технически не могут осуществлять выплаты по валютному долгу, евробондам. Такие случаи имеет смысл рассматривать отдельно от стандартных дефолтов, так как они обусловлены текущими санкционными условиями, а не кредитным качеством эмитентов.

Олег Корнилов

— Мы не ожидаем волны дефолтов в 2022 году. Долговой рынок отличается достаточно высоким кредитным качеством.

Рустем Кафиатуллин

— Как таковой «волны» дефолтов нами не ожидается, мы считаем, что компании будут стараться приложить все возможные усилия, чтобы все-таки осуществить необходимые платежи и максимально приспособиться к сложившимся условиям. Однако особое внимание стоит обратить на тех эмитентов, у которых в ближайшем будущем ожидается оферта или погашение по выпускам, поскольку у них могут возникнуть определенные трудности с рефинансированием.

В первую очередь могут пострадать те компании, чей бизнес завязан на импортной составляющей и особенно зависит от логистики и международных перевозок. А также те, у кого и до кризиса была низкая маржинальность бизнеса, при этом особые трудности у таких компаний ожидаемо возникнут при погашении кредитного долга. Практически по всем облигационным выпускам ставка является фиксированной, и в текущих условиях эти деньги становятся крайне выгодными для компаний. Даже те эмитенты, которые в конце прошлого года, казалось бы, привлекли облигационный долг по высоким ставкам, на сегодняшний день все равно оказались в выигрышной позиции относительно тех, кто предпочел кредиты, по которым уже почти все банки подняли процентные ставки.

В числе перспективных мы видим отрасли, ориентированные на импортозамещение, функционирующие в рамках государственных контрактов, а также все те, которые получат государственную поддержку, как, например, ІТ-отрасль. Со своей стороны всем представителям данных направлений мы готовы оказать помощь в сопровождении выхода на рынок публичного долга, как только у них появится заинтересованность в привлечении дополнительного финансирования для развития или переориентации деятельности.

Мария Запруднова

— Многие направления бизнеса пострадали сначала в период коронавируса, а затем сразу последовала волна санкционных ограничений. Поэтому дефолты возможны, но в основном в сегменте ВДО — малому бизнесу без поддержки будет крайне непросто. Наиболее перспективными мы считаем направления, которые будут напрямую поддерживаться государством, такие как строительство, а также те направления, которые будут работать на импортозамещение.

ПОСТУПАЮТ ЛИ НА ДАННЫЙ МОМЕНТ В БАНКИ ЗАПРОСЫ НА РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ? ПРОГНОЗИРУЕТЕ ЛИ ВЫ РОСТ ТАКИХ ЗАПРОСОВ? ПЛАНИРУЮТ ЛИ БАНКИ ВЫСТУПАТЬ АГЕНТАМИ ПО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ?

Рустем Кафиатуллин

— Пока такого явления нет, но в течение года, мы думаем, подобные запросы начнут поступать. Вспоминая кризисы прошлых лет, можем отметить, что всегда существует определенный временной лаг между ухудшением экономической ситуации и осознанием у эмитентов невозможности продолжать выплаты, поэтому если ситуация не улучшится, то увеличения таких запросов стоит ждать ближе к 2023 году. Эмитентам важно помнить, что

реструктуризация долга — это одно из решений для недопущения дефолта компании, так что в случае необходимости наша команда готова помочь и обеспечить максимально комфортные из возможных условия по прохождению данной процедуры.

2022

Мария Запруднова

— На текущий момент мы не получали подобных запросов от эмитентов. Если они будут поступать, то, безусловно, каждый будет рассматриваться в индивидуальном порядке. Единых правил тут быть не может.

Денис Леонов

— Конкретных запросов на реструктуризацию не было, но клиенты интересуются возможностью получить услугу liability management — тем, как осуществляется подобный процесс, какие условия можно рассматривать, какие последствия это влечет за собой и какой опыт был на рынке. Если реализуется волна

дефолтов, то будут и запросы на реструктуризацию.

Олег Корнилов

— Да, нам поступают различные запросы от клиентов, в том числе на урегулирование задолженности перед банками.

С учетом большого опыта Райффайзенбанка по реструктуризации как кредитных портфелей, так и облигационных займов, мы предлагаем клиентам различные варианты для оптимального достижения их целей в переговорах с кредиторами.

Из недавних сделок можно отметить реструктуризацию кредитного портфеля авиакомпании «ЮТэйр», которую мы успешно осуществили в 2021 году.

КАКОВЫ ВАШИ ПРОГНОЗЫ НА КОНЕЦ 2022 ГОДА? УДАСТСЯ ЛИ ВОССТАНОВИТЬ АКТИВНОСТЬ? КАКИЕ ДОХОДНОСТИ МЫ УВИДИМ НА РАЗНЫХ УЧАСТКАХ КРИВОЙ?

Рустем Кафиатуллин

— Мы ожидаем, что рынок начнет восстанавливаться уже во второй половине года, а появление новых размещений облигаций ждем ближе к IV кварталу. Однако говорить о прогнозах доходностей, пока на рынке не появилось относительной стабильности, достаточно сложно. Важно понимать, что активность на рынке зависит не только от желаний эмитентов, но и от возможностей инвесторов, которые, безусловно, сильно пострадали от волатильности. В сформировавшихреалиях наиболее привлекательным способом вложения денежных средств для инвесторов, ранее ориентировавшихся на ВДО, являются депозиты, в то время как облигации не смогут обеспечить столь высокую доходность. Насколько быстро сможет восстановиться баланс между доходностью депозитов и облигаций, будет зависеть от темпов снижения ключевой ставки ЦБ. В качестве одной из возможных мер поддержки инвесторов может рассматриваться отмена налога на купоны по облигациям.

Мария Запруднова

— Делать прогнозы сейчас не представляется возможным. Давайте рассмотрим позитивный сценарий. В случае, если текущая ситуация не будет усугубляться, то ближе к IV кварталу мы ожидаем увидеть возобновление размещений на Московской бирже. На полное восстановление может понадобиться очень долгий период.

Кривая ОФЗ будет двигаться вслед за снижением ключевой ставки, и если к концу года мы увидим ключевую на уровне 12%, то среднесрочный и долгосрочный участки кривой мы ожидаем на уровнях не выше 10% годовых.

Денис Леонов

— Как мы уже говорили ранее, тяжело что-то планировать в долгосрочном плане, конец 2022 года на текущий момент по ощущениям представляется далеким будущим. В настоящий момент мы сфокусированы на сиюминутных задачах, проблемах и вызовах.

Олег Корнилов

— 2022 год будет годом адаптации рынка к новым реалиям. С учетом потребности в долгосрочном финансировании долговой рынок будет незаменимой альтернативой для эмитентов вместе с традиционным банковским кредитованием.

Мы видим, что многие эмитенты ждут нормализации спредов по бумагам, пока, конечно, они остаются завышенными для компаний второго-третьего эшелонов, что негативно сказывается на объемах спелок.

При этом ряд эмитентов, у которых есть избыток ликвидности, готовы выкупать свои облигации с дисконтом, что позволяет эффективно управлять своими обязательствами и экономить на обслуживании долга.

Институциональные инвесторы также сформируют в течение одного-двух кварталов стратегию работы в новых условиях, что увеличит ликвидность как вторичного, так и первичного рынков.

Активность на рынке зависит не только от желаний эмитентов, но и от возможностей инвесторов, которые, безусловно, сильно пострадали от волатильности