Особенности подхода к структурированию и размещению банковских выпусков

Александр КОВАЛЕВ,
заместитель директора управления рынков долгового капитала, ВТБ Капитал

Присоединился к команде ВТБ Капитала в качестве заместителя директора управления рынков долгового капитала в сентябре 2011 года.

До прихода в ВТБ Капитал он с 2005 года работал в инвестиционном блоке Банка Москвы, где возглавлял отдел организации и структурирования сделок на российском рынке в управлении рынков долгового капитала. За это время реализовал более 40 проектов по организации и размещению облигаций на внутреннем рынке для банков, предприятий и субъектов федерации общим объемом более 100 млрд руб.

Александр Ковалев в 2000 году окончил Финансовую академию при Правительстве РФ.

В прошлом году российские корпоративные заемщики привлекли на рынке облигаций порядка 800 млрд руб. Лидером является финансовый сектор, на долю которого приходится более 30% общего объема корпоративных выпусков. В основном он обеспечивается за счет банков первого эшелона. Однако уже в конце 2010 года можно было наблюдать некоторые изменения в структуре размещений облигаций финансового сектора: на рынок начали активно выходить банки третьего эшелона с небольшими выпусками, которые в совокупности составляют конкуренцию первоклассным заемщикам из финансового сектора. При этом банки, ранее дебютировавшие на долговом рынке, все чаще используют инструмент биржевых облигаций, имеющих ряд неоспоримых преимуществ перед классическими бумагами.

Как и в 2010 году, сегодня основной объем банковских размещений по-прежнему составляют крупные выпуски с высокими рейтингами. Однако объем и количество размещений банков третьего эшелона на рынке заметно возросло. Границы второго и третьего эшелона довольно размыты, их определение всегда являлось вопросом дискуссионным. В целях данной статьи отнесем к третьему эшелону банки с рейтингом B1–B3. Объем выпусков таких облигаций за восемь месяцев текущего года достиг порядка 55 млрд руб., что составляет четверть всех банковских бондов и примерно 7.5% облигаций всего корпоративного сектора. Если сравнить с итогами 2010 года, то это больше, чем объем выпущенных облигаций всего нефтегазового сектора, машиностроения или связи и телекомов, не говоря уже про розничный и потребительский сектор вместе взятые.

ВЫБОР ИНСТРУМЕНТА: БИРЖЕВЫЕ ИЛИ КЛАССИЧЕСКИЕ ОБЛИГАЦИИ?

После запуска проекта биржевых облигаций в 2008 году, несмотря на кризис, было зарегистрировано сразу 66 выпусков биржевых облигаций восьми эмитентов объемом 159 млрд руб. (данные ММВБ). Таким образом, биржевые облигации доказали свою популярность на практике. В чем же их преимущество?

Прежде всего, биржевые облигации — это удобный и гибкий инструмент управления

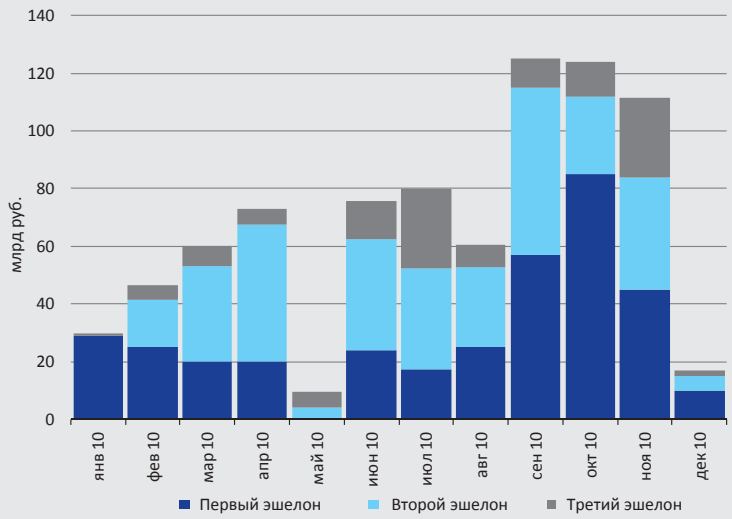


Рисунок 1

Динамика размещений корпоративных облигаций

ликвидностью, формирования кривой доходности, диверсификации источников привлечения ресурсов и покрытия кассовых разрывов.

По сравнению с обычными облигациями биржевые имеют ряд неоспоримых преимуществ:

1) Ценовые условия:

• отсутствует государственная пошлина за регистрацию выпуска;

• тарифы ММВБ за допуск к размещению биржевых облигаций в два раза ниже тарифов за допуск к размещению классических облигаций.

2) Упрощенная форма эмиссионных документов:

• эмиссия осуществляется без регистрации выпуска (допвыпуска), проспекта и отчета об итогах выпуска (допвыпуска);

• стандарты проспекта биржевых облигаций значительно либеральнее.

3) Бессрочность эмиссии: в отличие от обычных облигаций, которые должны быть выпущены в течение года после регистрации, биржевые облигации могут быть размещены в течение неограниченного срока.

4) Возможность пакетной регистрации: у эмитента есть возможность одновременно зарегистрировать несколько выпусков облигаций, не опасаясь, что они будут аннулированы через год.

5) Отсутствие зависимости от балансовых показателей и наличия рейтингов: программа выпуска биржевых бумаг позволяет зарегистрировать какой угодно объем биржевых облигаций траншами независимо от размера собственных средств эмитента и/или чистых активов поручителя, а также наличия рейтинга, достаточного в соответствии с нормативными актами ФСФР для допуска к размещению классических облигаций.

6) Включение на этапе размещения БО в котировальные списки А1, А2, Б, В.

7) Обращение начинается сразу после завершения размещения и полной оплаты биржевых облигаций: это позволяет привлечь гораздо больший круг инвесторов (инвестору нет необходимости держать «обездвиженную» бумагу в портфеле в ожидании ее выхода на вторичный рынок), что влияет на стоимость размещения в сторону понижения ставки.

8) Возможность оперативного привлечения ресурсов: имея пакет зарегистрированных выпусков облигаций, эмитент может в любой момент в зависимости от конъюнктуры или потребностей выпустить облигации в рынок. Причем в этом случае эмитент платит за допуск к размещению только выпускаемой серии, а не всех выпусков (которые могут и не размещаться) в рамках одного проспекта биржевых облигаций. Этот вариант экономит не только бюджет эмитента, но и время, необходимое для выполнения всех процедур после принятия заемщиком решения о дате начала размещения. Весь процесс займет не более пяти дней.

Все эти преимущества в совокупности с тем, что максимальный срок обращения биржевых облигаций составляет три года и является оптимальным для банков третьего эшелона, в отличие от более крупных заемщиков, делает данный инструмент весьма популярным в данном сегменте.

Однако далеко не все банки имеют допуск к описываемому инструменту фонди-

рования. В соответствии со статьей 27.5-2. Федерального закона № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», эмитент биржевых облигаций должен соответствовать следующим требованиям:

– эмитентом облигаций является хозяйственное общество, государственная корпорация или международная финансовая организация, если в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, включены акции и/или облигации указанных эмитентов;

– эмитент облигаций существует не менее трех лет и имеет надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность за два завершенных финансовых года.

Если с последним условием у банков проблем не возникает, то весьма небольшая в общем количестве доля банков имеет на рынке обращающиеся выпуски облигаций или акции, а уж тем более бумаги, включенные в котировальный список биржи.

К слову сказать, некоторые банки нашли выход и из этой ситуации, хотя он и повышает в некоторой степени итоговую стоимость всей программы и связан с существенными временными затратами. Банк регистрирует в рамках уставного капитала выпуск облигаций, размещает его (зачастую даже технически), бумаги включаются в котировальный список, после чего можно приступать к реализации программы биржевых облигаций.

ОСОБЕННОСТИ ПОДГОТОВКИ И ПРОДАЖИ ОБЛИГАЦИЙ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

Процедура подготовки и размещения облигаций банков в принципе ничем не отличается от технологии выпуска традиционных корпоративных облигаций. Однако, основываясь на опыте размещений, можно выделить ряд практических особенностей:

– Банки, являясь более дисциплинированными организациями (это объясняется постоянным контролем за деятельностью со стороны ЦБ, ведением отчетности и т.д.), более оперативно и четко предоставляют всю информацию, необходимую для подготовки эмиссионной документации и аналитических документов.

– По этой же причине структура самого выпуска максимально упрощена и не требует каких-либо дополнительных поручительств со стороны дочерних компаний, деятельность которых также необходимо прописывать и анализировать.

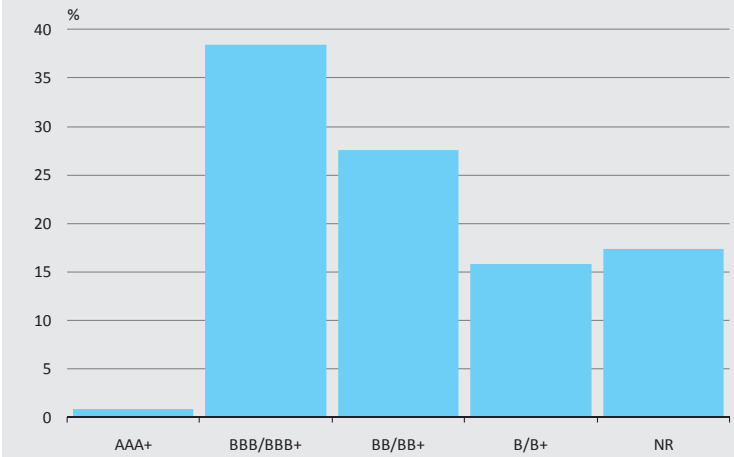
– Все банки, выходящие на долговой рынок, не скрывают своих конечных собственников, что значительно упрощает различные процедуры проверок как у организатора, так и у инвесторов.

Есть ряд особенностей и в процессе продажи банковских бумаг:

– Большинство инвесторов в облигации фининститутов — банки, поэтому нет необходимости подробно знакомить покупателей

Рисунок 2

Кредитный профиль первичного рынка



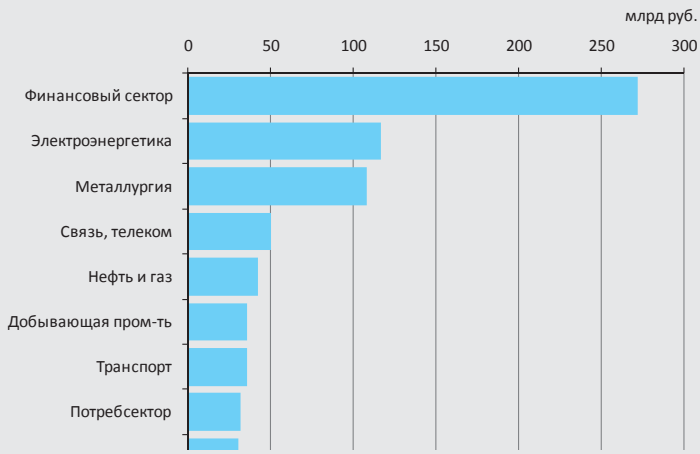


Рисунок 3

Отрасли – лидеры по размещениям на облигационном рынке

с особенностями бизнеса эмитента. Соответственно, не требуется организация road show и презентаций.

– Все банки уже давно выпускают отчетность по МСФО, а абсолютное большинство эмитентов из банковского сектора имеют международные рейтинги, что значительно упрощает процедуру продаж инвесторам. Стоит отметить, что до кризиса, в принципе, любой международный рейтинг воспринимался инвесторами «на ура», а после кризиса большинство инвесторов даже не рассматривают неломбардный рейтинг. Таким образом, разница в доходностях между ломбардным и неломбардным рейтингом сейчас может достигать 1.5–2% годовых.

– Цена вопроса. Стоимость фондирования для банков на рынке, в принципе, известна и варьируется в зависимости от их размера, качества и прочих параметров. Стоимость привлечения ресурсов на долговом рынке также можно оценить объективно: на вторичном рынке сейчас торгуется много аналогов, постоянно проходят первичные размещения. В такой ситуации думать над позиционированием того или иного выпуска вообще не приходится — рынок все показывает сам. Поэтому многие банки, особенно дебютанты на долговом рынке, сознательно идут либо на нерентабельный по стоимости выпуск облигаций, либо на техническое закрытие недостающего рыночного объема, чтобы публично снизить ставку привлечения.

Оба варианта достаточно понятны. Можно лишь отметить, что чем больший объем технически закрыт, тем менее ликвиден выпуск, и в последующем инвесторы будут оценивать его дороже из-за отсутствия ликвидности.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ

В 2006–2007 годах рынок банковских бондов демонстрировал довольно существенные темпы роста. В 2008 году и в посткризисный период сектор временно был заморожен, как и весь корпоративный сегмент третьего эшелона. Но как только появилась возможность для выхода на рынок, банки третьего эшелона начали показывать на долговом рынке опережающие темпы роста в отличие от корпоративных заемщиков из дальних эшелонов, которых мы до сих пор практически не видим в числе заемщиков. И это несмотря на то, что отношение рынка к финансовому сегменту всегда было весьма противоречивым. С одной стороны, большинство крупных игроков первичного рынка вообще не рассматривает финансовый сектор в качестве направления для инвестирования. И понятно, почему: ведь банк — это просто финансовый посредник. Иными словами, в отличие от предприятия, банк, как правило, почти не обладает основными средствами, а здание и прочее имущество зачастую может находиться в аренде. В банковских выпусках облигаций никогда не бывает поручителей. Таким образом, вложения инвестора ничем не обеспечены, кроме веры в надежность банка и в то, что он не обанкротится в течение срока жизни облигации. Ведь даже хорошая отчетность никак не может защитить от банкротства банка, особенно в российской реальности, где банкротство может быть обусловлено далеко не экономическими причинами.

С другой стороны, если проанализировать статистику дефолтов в кризис 2008 года, то окажется, что кроме Московского Залогового Банка, допустившего дефолт в 2009 году по известным причинам, больше подобных

примеров нет — в отличие от корпоративного сектора, пережившего сотни дефолтов по погашениям, офертам и реструктуризации. Таким образом, банки на практике доказали свою надежность. Кроме того, банки третьего эшелона, выпускающие облигации, все же относятся к среднему банковскому сегменту, а значит, имеют определенное социальное значение в силу того, что работают с физическими лицами, системообразующими предприятиями, региональными бюджетами. Вряд ли государство позволит такому финансовому институту пойти ко дну.

Все эти факторы позволяют выделить ряд причин, ставящих банковские облигации в преимущественное положение по отношению к облигациям компаний третьего эшелона:

– Жесткий и постоянно усиливающийся контроль со стороны регуляторов (ЦБ, ФСФР) за деятельностью банков и вследствие этого постепенный рост качества банковской системы.

– Значительное улучшение системы внутреннего контроля, системы бухучета и управления в банках.

– Повышение прозрачности, публикация отчетности по МСФО и РСБУ.

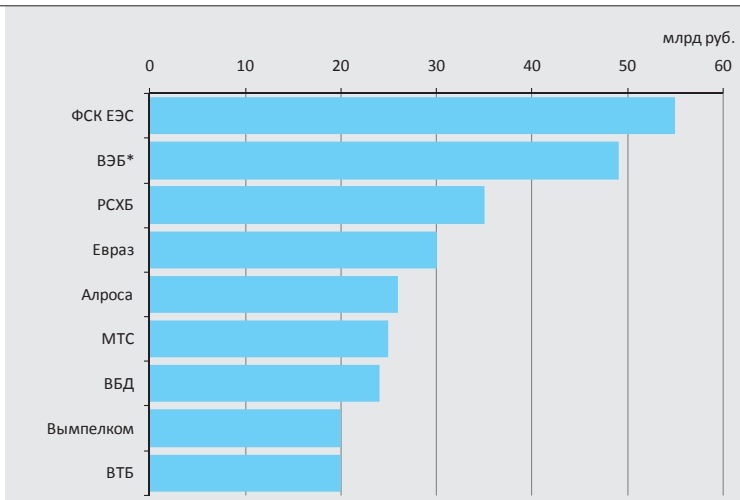
– Доступность и относительная легкость анализа деятельности финансового института в силу простоты структуры (в отличие от компаний и предприятий нет необходимости консолидации отчетности громоздкой структуры поручителей).

– Принцип естественного отбора. Небольшие и средние банки после кризиса разделились на две категории: те, кто выжил, но ради этого пожертвовал частью бизнеса (кредитный портфель, клиентская база), и те, кто эту часть бизнеса «подобрал» без особых издержек. Последние получили возможность для существенного увеличения валюты баланса и своего положения в общебанковском ренкинге.

Перечисленные факторы особенно актуальны в посткризисный период и периоды волатильности, когда рынок постепенно наполняется ликвидностью, но безрисковые вложения уже не так выгодны. Соответственно, участники рынка постепенно начинают искать объекты относительно краткосрочных вложений с более высокой доходностью при оптимальном соотношении риска.

Однако не стоит забывать, что далеко не для всех банков рынок облигаций пока открыт. По сути, на облигации сейчас могут рассчитывать банки из списка крупнейших 100–150 финансовых институтов с международным рейтингом от B3/B- и выше, прозрачной структурой собственности и желательно опытом публичных заимствований. За редким исключением (есть, на мой взгляд, несколько банков за пределами этого ренкинга, способных успешно выйти на долговой рынок), все остальные банки пока до облигаций не доросли. Поэтому в большинстве своем размещения таких заемщиков будут носить скорее технический, нежели рыночный характер.

Рисунок 4

Эмитенты – лидеры по размещениям облигаций

* С учетом локальных облигаций в $