«Если схемные сделки выгодны эмитентам, не надо их запрещать»

Андрей ШИШМАРЕВ,
старший вице-президент инвестиционного департамента, банк «СОЮЗ»

Павел ШОМАХОВ,
начальник управления операций на фондовых рынках, банк «СОЮЗ»

В интервью Cbonds Review старший вице-президент инвестиционного департамента банка «СОЮЗ» Андрей Шишмарев и начальник управления операций на фондовых рынках банка Павел Шомахов рассказали о посткризисной стратегии банка на рынке IB–услуг, а также про «союз» против монополизма, передел рынка в сегменте субфедеральных заимствований и возможности средних российских банков.

– До кризиса «СОЮЗ» занимал довольно неплохие позиции на рынке размещения облигаций эмитентов третьего эшелона. Как глобально изменилась стратегия банка на рынке инвестиционно-банковских услуг в посткризисный период?

А.Ш.: До 2008 года мы действительно были одними из лидеров на рынке размещения облигационных займов компаний третьего эшелона, а также на рынке субфедеральных займов. Работа с третьим эшелоном и компаниями-дебютантами на публичном рынке — это особый бизнес, у которого есть своя специфика. Она заключается в том, что необходимо сначала грамотно структурировать сделку, а потом — самое сложное — продать облигации в рынок. Маркетинг таких компаний — долгая кропотливая работа, поскольку часто до размещения эмитента еще никто не знает. Но и комиссионное вознаграждение в таких проектах было выше. После 2008 года ситуация в банке и на рынке кардинально изменилась. Наш традиционный сектор корпоративных эмитентов (третий эшелон) после кризиса развивается слабо, а среди организаторов размещений эмитентов первого-второго эшелонов у нас перед госбанками нет особых конкурентных преимуществ. В этой ситуации никакой долгосрочной стратегии у банка быть не может. Есть два простых принципа работы: мы идем в сделки, в которых понимаем, как можем заработать, и нам важно улучшить позиции банка на рынке облигаций. В сложившейся ситуации мы стараемся сохранить присутствие на рынке корпоративных бумаг за счет работы в первую очередь с компаниями, которые входят в общую с банком группу, а также стараемся расширить свое присутствие в сегменте субфедеральных займов, где рынок до конца еще между госбанками не поделен.

– На какие конкретно услуги вы делаете ставку, работая с российскими корпоратами сегодня?

А.Ш.: Мы традиционно универсальны. Нашей компетенции и опыта достаточно, чтобы предоставлять клиенту полный спектр качественных услуг по подготовке и размещению облигационных займов, сопровождению выпуска на вторичном рынке — мы являемся одним из ведущих маркет-мейкеров на рынке облигаций. Качественным заемщикам мы готовы давать гарантию размещения, в случае необходимости можем предоставлять бридж-финансирование. Мы также участвуем в синдикатах по размещению займов, если видим апсайд у бумаги.

– Как, по-вашему, влияет растущая монополизация рынка на его участников: может ли небольшой банк

или инвесткомпания конкурировать с лидерами по цене или без топового места в рейтинге получить мандаты практически невозможно?

А.Ш.: Ни для кого не секрет, что рынок в значительной мере монополизирован двумя-тремя госбанками. Четырехкратный разрыв в объемах размещенных выпусков между первым и четвертым местом в рейтинге организаторов Cbonds впечатляет. Низкая стоимость пассивов, огромные лимиты, наличие административного ресурса — это важные козыри, особенно на нестабильном рынке, когда эмитентам нужны гарантии размещения. Можно сказать, что рынок корпоративных облигаций (самых лакомых эмитентов) госбанки уже практически под себя подмяли. Сейчас развернулась борьба за сектор субфедеральных займов... АКБ «СОЮЗ» против монополизма, мы за конкуренцию. На наш взгляд, от монополизма страдают все, и в первую очередь — сами эмитенты, поскольку им будут навязываться (уже иногда навязываются) не очень качественные услуги по завышенным ценам. Уже сейчас эмитенты, бывает, вынуждены сидеть и ждать, когда у того или иного крупного организатора дойдут руки до размещения их облигаций. С учетом того, что окна для размещений в последнее время открываются на короткое время, эта очередь может дойти до них не скоро.

Мы полагаем, что три-четыре крупнейших организатора просто физически не смогут закрыть собой весь рынок. Во-первых, останутся сложные сделки, заниматься которыми у топовых организаторов нет ни времени, ни желания. Во-вторых, у больших финансовых институтов нет такой гибкости и оперативности в принятии решений, как у инвестиционных компаний и средних российских банков, к которым мы себя относим. Как я уже говорил, у «СОЮЗА» нет какой-либо четкой стратегии на рынке. Мы смотрим на третий эшелон в корпоративном секторе, мы обслуживаем на облигационном рынке компании группы, нам интересен сектор субфедеральных займов. В случае если мы видим перспективы в сотрудничестве нашего банка с потенциальным эмитентом (не обязательно в инвестиционно-банковской сфере) или если нет другого пути получить интересную для нас сделку, мы готовы работать за минимальные комиссии. Вообще сейчас очень мало инвестбанков, для которых бизнес по организации размещений облигаций сам по себе рентабелен. Это должен быть настоящий конвейер размещений, чтобы комиссионные доходы от этого бизнеса покрывали издержки. Большинство организаторов доходы от DCM оценивают совокупно, учитывая и комиссии от размещений, и доходы от портфеля ценных бумаг.

– Вы довольны позициями «СОЮЗА» на первичке?

А.Ш.: Мы видим себя в ближайшем будущем в топ-10 организаторов в общем рейтинге и в топ-5 на рынке субфедеральных займов. В этом прогнозе мы опираемся на уже имеющиеся у нас мандаты. Посмотрим, что будет с рынком. Нам интересны любые сделки, в которых мы можем быть полезны клиенту, где мы понимаем, как будем зарабатывать, и которые позволят упрочить позиции АКБ «СОЮЗ» на рынке.

– Какие еще неэффективности на российском облигационном рынке, кроме высокой монополизации, вы бы выделили: большое количество схемных выпусков, низкая прозрачность и информационная открытость эмитентов?

А.Ш.: Рынок рублевых облигаций — часть российской экономики. В нем как в зеркале отражаются все известные проблемы российской экономики: неразвитость банковской системы, доминирование госбанков и госкомпаний, низкая капитализация и плохое кредитное качество многих компаний-эмитентов. Все указанные вами проблемы рынка, естественно, присутствуют, они являются следствием более общих проблем в экономике. Но при этом рынок — как всякая живая среда — постепенно находит пути саморегулирования. Излишнее государственное регулирование — бич нашей страны, оно может рынку облигаций только помешать. Если схемные сделки выгодны эмитентам, не надо их запрещать. Уровень информационной прозрачности компаний, выходящих на рынок, я считаю, вырос. И это произошло во многом не потому, что требования ФСФР ужесточились, а скорее из-за того, что это стало требованием рынка. Например, я сейчас не припомню эмитента, который бы размещал облигации, не имея аудированной консолидированной отчетности (до 2008 года это было обыденностью). Нормой стало наличие рейтинга хотя бы одного из «серьезных» рейтинговых агентств. Проблема с непрозрачностью компаний выходит на первый план скорее не в момент размещения облигаций, а в процессе вторичного обращения выпусков. Здесь, как мне кажется, тоже свое слово должен сказать рынок.

– Как вы оцениваете ситуацию на рынке субфедеральных и муниципальных заимствований? Насколько сложно в текущих условиях конкурировать за мандаты в этом сегменте?

А.Ш.: Наметился рост конкуренции и видны попытки передела рынка со стороны крупных игроков. Некоторые участники для достижения своих целей уже средств не выбирают. Практически любой конкурс по выбору генерального агента в последнее время заканчивается судебными разбирательствами. Все это плохо отражается на рынке в целом, некоторые регионы, напуганные происходящим, предпочитают уходить в кредиты. Между тем, чуть меньше половины российских регионов вообще пока на рынке не представлены. Мне кажется, чем толкаться локтями, лучше заняться расширением рынка.

– Как вы считаете, необходимы ли какие-то изменения в регулировании этого сегмента рынка?

А.Ш.: Я думаю, что Минфин РФ хорошо справляется со своей регулирующей функцией на рынке. Если что-то и нужно менять, то это в первую очередь ФЗ №94, в рамках которого проходят конкурсы по выбору генагента облигационных займов и который вообще никак не отражает специфику данной сферы услуг. Все-таки должна быть разница между закупкой услуг по организации облигационного займа и покупкой школьных парт для сельской школы.

– Почему банки зачастую соглашаются размещать выпуски за нулевую или минимальную (0.1%) комиссию? Вам не кажется, что это явный пример неэффективности, которая существует на рынке?

А.Ш.: На рынке субфедерального долга работать за копейку — это, если хотите, давняя традиция. Когда еще не было конкурсов, а проходили только аукционы по выбору генерального

агента, выигрывал тот банк, представитель которого первым поднимет руку при цене контракта в 0 руб. Потом, когда аукционы стали электронными, возникли ситуации, когда участники конкурса уходили в минус... То есть организатор сам платил эмитентам деньги за право размещать их облигационный заем. Даже сейчас средняя комиссия генерального агента очень мала. По большому счету, для банка между комиссией в 1 коп. и 200 тыс. руб. большой разницы нет — это не доход. Естественно, любой участник конкурса хочет поставить в своей заявке комиссию как можно выше, но очень часто шанс выиграть сделку появляется только тогда, когда вы укажете минимальную стоимость контракта. Это касается не только банка «СОЮЗ», но и многих других участников рынка. Например, если я не ошибаюсь, уважаемый ВТБ стал генеральным агентом последнего выпуска Волгоградской области за минимальную комиссию. Банки идут на это по нескольким соображениям. Первое — это получить место в рейтинге организаторов субфедеральных займов, а соответственно, и долю рынка. Кроме того, если генеральный агент покупает облигации на их первичном размещении, то у него перед остальными участниками синдиката есть преимущества: он единственный (вместе с эмитентом) видит спрос на бумагу, лучше понимает перспективы облигаций на вторичном рынке.

– Как вы относитесь к озвучиваемой некоторыми игроками идее запретить использование механизма букбилдинга при размещении субфедов, так как это приводит к завышению цены заимствований для эмитента?

А.Ш.: Тот, кто эти идеи продвигает, сам стоял у истоков данного способа размещения облигаций в нашей стране. Букбилдинг — это распространенная международная практика размещения ценных бумаг. Отлично, что она прижилась у нас. С помощью букбилдинга, например, размещаются евробонды России. Последний выпуск российских суверенных евробондов, кстати, размещался в конце марта 2012 года по цене 99.35% от номинала, через три дня после размещения бумаги стоили уже 101.6% от номинала, а еще через два недели — почти 103%. Все понимают, что это рынок, и никто не говорит, что облигации России надо было размещать каким-то другим способом, а организаторы размещения — крупнейшие международные и российские инвестиционные банки — недооценили Россию. Исходя из логики запрета букбилдинга для регионов, надо запретить букбилдинг и среди российских госкомпаний, потому что нет большой разницы с точки зрения ценообразования и принятия решений между крупным российским регионом и, скажем, РЖД. Соответствующие подразделения в администрациях регионов уже разместили не один выпуск облигаций и прекрасно разбираются в рынке, смотрят отчеты независимых аналитиков, умеют строить кривые доходности и позиционировать на кривой свой регион. Размещение происходит только тогда, когда ставка (доходность облигаций) устраивает регион. Букбилдинг появился в нашей стране после 2008 года как инструмент, который помогал эмитентам и организаторам справиться с высокой волатильностью кризисного рынка. Сейчас мы снова оказались в зоне высокой турбулентности. Кроме того, букбилдинг обладает рядом преимуществ для эмитента: позволяет ему лучше контролировать ход продаж, качественнее диверсифицировать базу инвесторов.

– Как вы думаете, новый приступ паники, который накрыл рынки, — долгосрочный тренд? Каков ваш прогноз по конъюнктуре на ближайшие два месяца?

П.Ш.: За месяц доходности в облигациях первого эшелона выросли примерно на 0.6%. И тенденция, видимо, продолжится. Не скажу ничего нового: долговые проблемы стран еврозоны в ближайшей перспективе продолжат лихорадить финансовые рынки с переменным накалом. Рынок долга, на мой взгляд, сейчас стоит на пороге резкой переоценки доходностей в сторону повышения.

– Исходя из текущей ситуации, что бы вы назвали ключевой темой этого года на локальном долговом рынке?

П.Ш.: Перспективы туманные. Прогнозировать рынок сложно. Ключевая тема этого года для нашего долгового рынка, если не брать макроэкономические риски, — либерализация ОФЗ. Она способна изменить расстановку сил. Если буря не случится и рынок отделается легким испугом, спред России к развитым рынкам должен сократиться. Основной риск связан с тем, что ЦБ перестанет давать ликвидность через прямое РЕПО. В текущих условиях это маловероятно, но если это случится, мы увидим совсем другие доходности.

– Как представлен в вашем портфеле российский долговой рынок?

П.Ш.: С точки зрения риска наш портфель можно назвать консервативным. Основную его долю как раз и составляют рублевые облигации.

– Какая доходность по бондам в нынешних условиях для вас интересна?

П.Ш.: Правильнее говорить о дюрации и структуре портфеля, который мы держим в этих условиях. Дюрация портфеля составляет полтора-два года. Структура — первый эшелон, Ломбардный список. Доходность к погашению — 8.5–9%.

– Насколько жесткий у банка подход к риск-менеджменту? В высокорискованные бумаги вы инвестируете?

П.Ш.: Риск-менеджмент не должен быть жестким или мягким, он должен быть адекватным. Я понимаю, что это размытая формулировка, но другой нет. В этих терминах наш риск-менеджмент адекватен. Вложения в акции у нас есть. Вопрос в объеме и доле таких инвестиций, а они у нас небольшие.

– Один из последних трендов — развитие сегмента структурных продуктов. Этот бизнес привлекает все больше участников. Как вы думаете, с чем это связано?

П.Ш.: Рынок структурных продуктов набирает популярность вследствие трудной в последнее время прогнозируемости финансовых рынков в целом. Корреляции, которые, условно говоря, были вчера очевидны, сегодня не работают. Порой даже профессиональные игроки не осознают свои риски при покупке или продаже базового актива. Структурные продукты позволяют в этих условиях инвестировать с понятным (ограниченным) уровнем риска.

Но надо понимать, что, купив тот или иной структурный продукт и получив по нему положительную доходность, продавец не обязательно получает убыток, скорее он также остается в плюсе, так как динамическое хеджирование позволяет зарабатывать на торговле волатильностью. Покупатель просто платит премию за то, что он не может сам структурировать свою позицию. Это не плохо и не хорошо, просто у каждого свой бизнес.