Почему появление института маркетмейкеров и андеррайтеров для белорусского рынка — скорее утопия, чем реальность, каких рыночных инструментов не хватает заемщикам и инвесторам, есть ли интерес к белорусским долгам у нерезидентов, нужна ли либерализация законодательства о рынке ценных бумаг Беларуси, в интервью Cbonds Review рассказал Илья Богданов, глава отдела по долговым рынкам капитала, «ВестБизнесГруп».

«В Беларуси пока рынка нет»

Илья БОГДАНОВ,
глава отдела по долговым рынкам капитала, «ВестБизнесГруп»

— «ВестБизнесГруп» весьма достойно дебютировал на облигационном рынке в этом году с двумя выпусками ОАО «Брестский КСМ», организованными при участии «БПС-Сбербанк». Вы довольны дебютом? Увидим ли мы новые выпуски до конца года?

— Размещение ОАО «Брестский КСМ» мы сочли достаточно успешным: купон в 10.25% для двухлетних бумаг в российских рублях при небольшом объеме выпуска — нижняя на тот момент граница стоимости заимствований для компаний небанковского сектора в Беларуси. Для сравнения: кредитование в рублях было доступно в апреле-мае 2012 года под 14%, а размещавшийся следом крупный машиностроительный холдинг привлек российские рубли по ставке на 0.25% выше, чем КСМ, хоть и анонсировал больший объем при годичной дюрации.

Выпуск бумаг, номинированных в евро с купоном 9.2% годовых, мы также разместили в полном объеме, после чего принялись тиражировать свой опыт, организовав сразу несколько эмиссий подряд для компаний группы.

В ближайшие недели мы готовимся разместить три выпуска ОАО «Лесохимик» (один в — долларах США и два в евро) сроком на три, четыре и пять лет. В ходе премаркетинга ставка купона была установлена на уровне 8.25%, а количество поданных заявок значительно превысило объем эмиссии. Кроме того, не позднее середины июля мы выйдем на рынок с долларовыми облигациями ОАО «Элма», а также выпуском в белорусских рублях для ОАО «Гранд Фэшен Хаус». Купон по этим облигациям согласно эмиссионным документам будет ежеквартально индексироваться на девальвацию белорусского рубля в паре с евро.

На третий квартал мы запланировали выпуски СООО «БрестВнешТранс» и разрабатываем сценарий привлечения ресурсов для ОАО «Брестский КСМ».

— Почему вы решили выйти на публичный рынок только в 2012 году?

— В течение 2012 года мы рассчитываем реализовать несколько масштабных инвестиционных программ: реконструкция и перевооружение ряда предприятий, несколько строительных проектов, серия закупок транспортных средств. Те продукты, которые предлагали нам банки (кроме, пожалуй, торгового финансирования), не всегда были эффективны: я говорю о высокой цене и невысокой рентабельности заемного капитала, привлеченного по стандартным сценариям. Мы стали активно искать модели оптимизации структуры заемного капитала, в итоге выбор пал на облигации. Вместе с облигациями, кстати, появился интерес и к инструментам хеджирования рисков — срочным контрактам, валютно-процентным свопам (для реализа-

ции которых мы активно ищем партнеров среди белорусских банков). Во многом реализация облигационных программ послужила катализатором того, что группа пересмотрела подходы к привлечению долгового финансирования, ушла от навязываемых стандартных продуктов и схем к разработке собственных сценариев поведения на рынке и выстраиванию принципиально новых подходов работы с финансовыми институтами. Теперь инициатива исходит от нас — набор продуктов из классической банковской линейки стал для нас слишком узок и лишает нас той динамики, к которой мы стремимся.

— Какие инструменты вам сейчас наиболее интересны?

— С учетом достаточно масштабных потребностей в фондировании просто выпуск облигаций в долларах США или евро будет довольно обременителен для наших компаний (по ощущениям, «дно» сегодняшнего белорусского рынка заемного капитала находится где-то около 7.25–7.5% годовых для корпоративных клиентов). Кроме того, регулятор предъявляет достаточно жесткие требования к обеспечению займов (страхование и банковская гарантия приведут к удорожанию, залога недвижимости хватает, как правило, только для обеспечения небольших объемов, и далеко не каждое поручительство является качественным с точки зрения инвесторов). Поэтому мы обязаны искать новые возможности на рынке долгового капитала.

> В НАШЕЙ СТРАНЕ ЕСТЬ ПЯТЬ — СЕМЬ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ В ПРИНЦИПЕ МОГУТ ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ ВНЕШНЕЕ РЫНОЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ, ДАЖЕ ЕСЛИ ОТБРОСИТЬ ЕГО НЕЭФФЕКТИВНОСТЬ ИЗ-ЗА КОРОТКИХ СРОКОВ, ВЫСОКИХ СТАВОК И ПЕРЕГРУЖЕННОСТИ КОВЕНАНТАМИ

Группа рассматривает для себя несколько вариантов, и прежде всего выпуск серии еврокоммерческих бумаг, номинированных в швейцарских франках или иенах. Привлекать такие заимствования только на локальном рынке бессмысленно — ставки ниже максимум на 1.25–1.50%, к тому же они съедаются при хеджировании. Необходимы гарантии международных финансовых институтов или участие крепких российских банков в качестве организаторов и гарантов. В таком случае бумаги наших эмитентов могли бы получить иной рейтинг, чем тот, на который мы можем рассчитывать сейчас, являясь резидентами Беларуси.

— Каковы потребности в финансировании?

— Сложно определить точно — мы постоянно корректируем планы. Скажем так: группа претендует на достаточно высокие объемы, которые позволят аффилированным компаниям заинтересовать в том числе и нерезидентов.

— А интерес к вашим долгам у нерезидентов есть?

— Я знаю, что подобный интерес есть к облигациям крупнейших белорусских банков. Во многом он связан с тем, что белорусское законодательство не предусматривает какого-либо налогообложения доходов, полученных от сделок с облигациями резидентов. Соответственно, подобные инвестиции выглядят очень и очень привлекательными при минимальном риске. Кризис тоже сыграл здесь свою роль: а где еще можно было заработать практически 50% годовых (а именно такие ставки были по белорусским рублям в конце 2011 — начале 2012 года), вложившись в бумаги банка, пусть и с низким, но все же рейтингом от Fitch или S&P?

Корпоративному сектору на сегодняшний день бессмысленно проявлять инициативу по выходу с облигационными займами на внешние рынки. Наиболее доступный и «понимающий» Беларусь российский рынок предлагает деньги по цене, которая значительно превышает потолок местного рынка — не уверен, что белорусские компании могут сегодня привлечь средства в России под 9.5% на пять лет. Мы не сталкивались с проблемами ликвидности

> А ГДЕ ЕЩЕ МОЖНО БЫЛО ЗАРАБОТАТЬ ПРАКТИЧЕСКИ 50% ГОДОВЫХ, ВЛОЖИВШИСЬ В БУМАГИ БАНКА, ПУСТЬ И С НИЗКИМ, НО ВСЕ ЖЕ РЕЙТИНГОМ ОТ FITCH ИЛИ S&P?

в текущем году и при условии соответствия требованиям, предъявляемым банками к заемщикам, можем рассчитывать на практически любые объемы.

Положа руку на сердце, в нашей стране есть пять — семь компаний, которые в принципе могут позволить себе внешнее рыночное размещение, даже если отбросить его неэффективность из-за коротких сроков, высоких ставок и перегруженности ковенантами.

— И все же вы рассматриваете возможность выхода на внешние рынки?

— Как ни парадоксально, мы не просто рассматриваем привлечение внешнего финансирования, но и активно к этому стремимся. Но могу точно сказать, что это будет не российский рынок и не публичная сделка.

Мы планируем совместную работу с российскими банками в качестве организаторов, конструируем SPV и готовы предоставить обеспечение согласно английскому праву. Группа заинтересована в предложении инструментов хеджирования валютных рисков по паре российский рубль/швейцарский франк, рубль/иена и евро в парах с франком и иеной.

Также мы готовы участвовать в валютно-процентном свопе, обменяв платежи по евро, долларам или российским рублям на платежи по долгу контрагента в швейцарской или японской валюте.

— Как вы расцениваете появление новых инструментов на белорусском рынке: облигаций с залогом в виде транспортных средств, а также индексируемых бумаг?

— Новым инструментом были бы облигации без залога, а разрешение

залога в виде транспортных средств только несколько расширяет возможности по обеспечению, облегчая выход на рынок специализированным транспортным компаниям. Не думаю, что кто-то еще обладает настолько внушительным автопарком, чтобы покрывать миллионные эмиссии только с помощью автомобильной техники. Но, как говорится, и на этом спасибо.

Индексируемые облигации — не новый инструмент. Нормативно-правовые акты изначально предусматривали возможность организации эмиссий бумаг с иной, отличной от ставки рефинансирования базой расчетов. Другое дело, что в них не было особого смысла — до событий весны 2011 года стоимость долга в национальной валюте не была привязана к каким-либо индикаторам. Сразу оговорюсь, что выпуск индексируемых облигаций нашими компаниями — сделка в рамках своеобразного внутреннего cash pooling, когда имеющая положительное валютное сальдо компания меняет свои валютные облигации на бумаги в белорусских рублях, выпущенные предприятием, которое не имеет валютной выручки. Индексация в данном случае — не более чем способ удешевить стоимость обслуживания долга в белорусских рублях, не испортив при этом структуру бухгалтерского баланса компаний.

Честно говоря, я не уверен, что мы смогли заинтересовать кого-либо на нашем рынке индексируемыми облигациями в белорусских рублях по ставке в 8.75%. И весьма смутно представляю, как эти инструменты размещают другие компании. Слишком широкие спреды между реальной стоимостью белорусских рублей и ставкой купона пусть даже в 10–12% при наличии бокового тренда пары BYR/Convertible currency создает убытки для банков. А именно они являются основными инвесторами на белорусском рынке облигаций. Поэтому индексируемые облигации эффективны в рамках схемных сделок, но бессмысленны как рыночный инструмент.

> ИНДЕКСИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЭФФЕКТИВНЫ В РАМКАХ СХЕМНЫХ СДЕЛОК, НО БЕССМЫСЛЕННЫ КАК РЫНОЧНЫЙ ИНСТРУМЕНТ

— Вы верите в возможность появления на локальном рынке облигаций института маркетмейкерства?

— В среднесрочной перспективе — нет. Местные банки рассматривают покупку облигаций в собственные портфели исключительно как альтернативу классическому кредитованию (некоторые вообще предлагают клиентам выкуп при условиях ежемесячного купона и амортизации долга с первого дня до даты погашения). Как правило, инвесторы держат бумаги до погашения, не совершая с ними каких-либо сделок. Тут уж либо вы им нравитесь как эмитент и они выкупают весь объем выпуска и крепко жмут вам руку, либо не нравитесь — и вы отказываетесь от планов эмиссии и берете обычный кредит, а свидетельство о выпуске облигаций сохраняете на память о том, как попробовали себя в инвестбанкинге.

Любой оператор ликвидности нужен там, где есть проблемы с ликвидностью либо действуют классические законы рынка. В Беларуси пока рынка нет, торговли «в стакане» тоже нет, котировки отсутствуют, первый эшелон размещается по ставке, которую захочет, остальные — по ставке, которую скажут. Зачем здесь маркетмейкер?

На сегодняшний день белорусский облигационный рынок — просто несколько десятков корпоративных клиентов и группа из семи-восьми банков, которые должны сначала организоваться в рынок, а уже потом задумываться об андеррайтинге, маркетмейкерах и IPO в Сингапуре. Иначе получается, что мы, стремясь стать таксистами, уже думаем о «шашечках» и счетчике, хотя у нас еще и машины-то нет.

— Каким вы видите будущее рынка облигаций Беларуси и что необходимо для его дальнейшего развития?

— Я уверен в том, что белорусский рынок будет развиваться и интегрироваться в глобальную среду. Не сомневаюсь, что скоро нам будут доступны все те продукты и услуги, которыми пользуются во всем мире.

Конечно, было бы неплохо либерализовать законодательство, регулирующее требования к обеспечению, предоставив, пусть на первых порах ограниченному кругу компаний, возможность выпуска необеспеченных облигаций на срок более года и не только в белорусских рублях. Последние изменения в законодательстве оставляют возможность эмиссии только тем предприятиям, чьи показатели финансовой устойчивости согласно данным бухгалтерской отчетности соответствуют нормативам. Пусть бы обеспечение было необходимо таким эмитентам, мне кажется, это вполне разумно.

> БЕЛОРУССКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ – ЭТО НЕСКОЛЬКО ДЕСЯТКОВ КОРПОРАТИВНЫХ КЛИЕНТОВ И ГРУППА ИЗ СЕМИ-ВОСЬМИ БАНКОВ, КОТОРЫЕ ДОЛЖНЫ СНАЧАЛА ОРГАНИЗОВАТЬСЯ В РЫНОК, А УЖЕ ПОТОМ ЗАДУМЫВАТЬСЯ ОБ АНДЕРРАЙТИНГЕ, МАРКЕТМЕЙКЕРАХ

Конечно, важно, чтобы власти продлили действие нормативных актов, регламентирующих льготное налогообложение доходов от сделок с ценными бумагами — это все-таки большой стимул для развития облигационного рынка, когда очевидны преимущества облигаций перед кредитами.

Я активно изучал зарубежную и российскую юридическую архитектуру, регулирующую в том числе облигационные рынки, и могу с уверенностью сказать, что белорусское законодательство достаточно гибкое и вполне инновационное и уж точно не препятствует реализации самых смелых проектов. У нас есть все для того, чтобы стать частью мировой финансовой системы. Чтобы этого добиться, во многом достаточно просто захотеть. Ну и не испугаться собственной прыти.