Алексей БЕЗРУКАВНИКОВ, вице-президент отдела первичных размещений долговых бумаг управления инвестиционно-банковской деятельности, «Тройка Диалог»

Последние полгода в сегменте субфедеральных и муниципальных бумаг сложилась, пожалуй, самая напряженная ситуация за все годы существования этого рынка. Банки, конкурируя за мандаты, пускают в ход самые разные средства. Рекордсменом по количеству упоминаний в связи с региональными сделками стала «Тройка Диалог». За прошедшие шесть месяцев больше половины полученных ею мандатов на размещение региональных выпусков были оспорены в ФАС на уровне регионов. В интервью Cbonds Review вице-президент отдела первичных размещений долговых бумаг управления инвестиционно-банковской деятельности «Тройки Диалог» Алексей Безрукавников рассуждает о том, какие регулятивные изменения необходимы этому сегменту, как бороться и побеждать в ценовых войнах и почему административный ресурс — это плохо, а ресурс Сбербанка — хорошо.

«Действующая процедура отбора организаторов субфедеральных займов далека от совершенства»

– Как вы считаете, в чем основная беда российского рынка субфедеральных заимствований: высокая монополизация, большое количество схемных выпусков, низкая прозрачность и ликвидность или что-то еще?

– К основным «неэффективностям» на российском рынке субфедеральных и муниципальных заимствований следует отнести в первую очередь процедуру выбора генерального агента по размещению облигационного займа. Действующая сегодня в соответствии с Федеральным законом 94-ФЗ конкурсная процедура позволяет побеждать в конкурсах участникам, у которых нет необходимой квалификации, ресурсов, опыта, чтобы осуществлять эффективные рыночные размещения. При этом, чтобы побеждать в конкурсах, эти игроки активно демпингуют, указывая в заявках на конкурс цену контракта в 1 копейку. В случае победы таких организаторов последующие размещения могут проходить с существенной премией к рынку, и необоснованно увеличенная стоимость обслуживания долга ложится дополнительной нагрузкой на бюджет региона. При этом добросовестные участники рынка вынуждены, чтобы конкурировать за мандаты и рейтинги, также указывать в своих заявках минимальную цену, не имеющую для них экономического смысла.

Что касается монополизации рынка, то я бы сказал, что поскольку сегодня за муниципальные мандаты активно конкурируют как средние, так и крупнейшие рыночные участники, то явных признаков монополизации этого рынка уже нет. Схемные выпуски также постепенно уходят в прошлое — с каждым годом их становится меньше.

– То есть вы согласны с тем, что в Законе 94-ФЗ отбор банковских организаций для такого рода услуг плохо проработан, он не учитывает специфики рыночного размещения облигаций регионов?

– Действующая процедура далека от совершенства. Полностью согласен с вами: закупка услуги по размещению облигационных займов не может регулироваться так же, как, например, закупка канцелярских принадлежностей или хозяйственных товаров, то есть материального продукта, имеющего понятную себестоимость и рыночную цену. Цена облигационного займа для эмитента складывается в первую очередь из ставки купона, которую заемщик будет выплачивать инвесторам в течение срока обращения облигаций. Очевидно, что ставка купона не может быть известна заранее, например в период проведения конкурса, а определяется только в момент рыночного размещения выпуска. Цена контракта, которую указывают участники конкурса в своих заявках, очень ограниченно влияет на стоимость займа для эмитента, поскольку величина цены контракта в десятки раз ниже размеров купонных платежей. Более того, как я уже отметил, в сегодняшней рыночной практике цена контракта очень часто снижается до 1 копейки и, следовательно, вообще не влияет на стоимость займа.

– Что нужно поменять в системе регулирования этого сегмента рынка?

– На мой взгляд, прежде всего необходимо отдельное регулирование конкурсных процедур по выбору субъектами РФ генеральных агентов по размещению облигационных займов. Кроме того, необходимо изменить требования к структуре и составу конкурсных критериев. Сейчас, в соответствии с требованиями закона, максимальный вес критерия «квалификация участника» составляет 20%, а критерия «цена контракта» — 80%. В результате многие конкурсы проходят именно с такими весами критериев, а это, в свою очередь, приводит к тому, что за счет заявок на конкурс с ценой контракта в 1 копейку реальная рыночная сила участников нивелируется и в конкурсах побеждают организации, обладающие недостаточной квалификацией для успешного размещения займа. Этот подход нужно менять, повысив допустимый вес кри-

терия «квалификация участника» как минимум до 50% и снизив до того же значения максимальный вес критерия «цена контракта». Кроме того, можно законодательно ограничить содержание критерия «квалификация участника» набором требований, которые будут давать объективную оценку рыночных позиций, опыта, ресурсов участника конкурса. Сейчас такого ограничения нет, и мы видим, что в ряде конкурсов критерий «квалификация участника» составлен так виртуозно, что аутсайдеры рынка набирают за него большее количество баллов, чем всем известные рыночные лидеры, что в итоге позволяет аутсайдерам побеждать в таких конкурсах. Также было бы целесообразно ввести ограничение активно практикуемого сегодня отдельными участниками ценового демпинга, установив предел понижения цены контракта в заявке участника до уровня не ниже 25–30% от начальной цены контракта.

– Выходит, что, соглашаясь размещать выпуски за нулевую или минимальную (0.1%) комиссию, организатор изначально ориентирует эмитента на размещение с премией, размер которой превышает разумные пределы? Вам не кажется, что это явный пример неэффективности, которая существует на рынке? Кстати, «Тройка» тоже готова работать на субфедеральных выпусках за нулевую комиссию?

– Конечно, я согласен с вами — это яркий пример рыночной неэффективности. Для некоторых участников ценовой демпинг — это единственная возможность победить в конкурсе, и впоследствии они вынуждены зарабатывать на самом размещении. Заработок формируется из разницы между более высокой ставкой при размещении и справедливой рыночной доходностью. Размер такой премии может достигать 1–2% от объема выпуска по сравнению с рыночными комиссиями, которые составляют 0.1–0.3%. Как я уже сказал, из-за проблем регулирования этого сегмента рынка мы, как добросовестный рыночный участник, также вынуждены предлагать близкие к нулю комиссии, чтобы конкурировать за мандаты и рейтинги. Но мы не практикуем размещения займов на свою позицию выше рынка с последующей перепродажей. Мы размещаем займы всегда сразу в рынок, поэтому ставка доходности таких выпусков является рыночной и наш заработок — это только комиссия.

– Некоторые игроки, например, вообще ратуют за то, чтобы запретить использование механизма бук-билдинга при размещении региональных займов, так как это приводит к завышению цены заимствований для эмитента. Что скажете?

– Сам по себе механизм бук-билдинга как раз настроен на то, чтобы минимизировать ставку купона и снизить стоимость заимствований. И в мире и в России данный способ размещения выбирает большинство эмитентов — полагаю, это о многом говорит. Что же касается таких идей, как «запретить», или «отобрать», или «взять и поделить», то могу сказать только одно — прямой путь не всегда самый короткий. На мой взгляд, некоторые размещения субфедеральных займов с использованием процедуры букбилдинга действительно проходят неэффективно. Но нужно ли запрещать букбилдинг как таковой? Любой инструмент может использоваться и во благо и во вред. Мы чаще всего используем тот же самый букбилдинг, но у нас вы не найдете ни одного выпуска с завышенной по сравнению с рынком ставкой купона. В данном случае инструмент сам по себе хороший, но отдельные игроки используют его не по назначению. Это говорит не о том, что нужно запретить инструмент, а о том, что нужно отрегулировать процедуру его использования так, чтобы не было злоупотреблений при размещении субфедеральных займов.

> БЫЛО БЫ ЦЕЛЕСООБРАЗНО ВВЕСТИ ОГРАНИЧЕНИЕ АКТИВНО ПРАКТИКУЕМОГО СЕГОДНЯ ОТДЕЛЬНЫМИ УЧАСТНИКАМИ ЦЕНОВОГО ДЕМПИНГА, УСТАНОВИВ ПРЕДЕЛ ПОНИЖЕНИЯ ЦЕНЫ КОНТРАКТА В ЗАЯВКЕ УЧАСТНИКА ДО УРОВНЯ НЕ НИЖЕ 25–30% ОТ НАЧАЛЬНОЙ ЦЕНЫ КОНТРАКТА

– Какая ситуация складывается на рынке субфедеральных и муниципальных заимствований к концу третьего квартала? Сложно в текущих условиях конкурировать за мандаты в этом сегменте?

– Локальный рынок первичных размещений в этом году характеризуется повышенной волатильностью. Это, естественно, затрагивает и сегмент субфедеральных заемщиков. Окна для размещений открываются на короткие интервалы, в течение практически всего мая-июня рынок и вовсе был закрыт. Сейчас ситуация выглядит более спокойной, за август прошло пять первичных размещений субъектов (столько же, сколько за весь предыдущий период 2012 года), но уровень ставок заметно повысился. В этом году эмитенты вынуждены предлагать инвесторам доходности, которые превышают при сопоставимых параметрах займов значения первой половины прошлого года на величину до 1.5% годовых.

За мандаты бороться сложно на любом рынке. А поскольку мы являемся лидером, нам уделяют повышенное внимание и конкуренты и регуляторы. И в этом году вторые уделяют нам внимание по инициативе первых. К сожалению, некоторые участники, проигрывая нам в борьбе за мандаты в этом сегменте, начали активно задействовать административный ресурс. Неоднократные обращения наших конкурентов в ФАС по надуманным основаниям не принесли им много бизнеса, но поставили под угрозу своевременное финансирование расходных статей бюджета в нескольких регионах. Хотел бы, пользуясь случаем, призвать коллег по цеху прекратить подобную практику.

– И все же больше половины выигранных «Тройкой» мандатов на размещение облигаций субъектов РФ оспаривалось в ФАС на уровне регионов. Пугающая статистика…

– Конкуренция в сегменте субфедеральных займов в текущем году объективно возросла. В том числе это произошло и потому, что на этом рынке более активно стала работать объединенная команда «Тройки» и Сбербанка. Несколько лет назад на нем доминировали небольшие участники, которые в общих рейтингах занимали достаточно низкие позиции. Причина была в том, что крупным игрокам этот сегмент был неинтересен — он составлял около 5% от общего объема локального рынка. В последние годы объемы заимствований субъектов РФ растут, все больше

регионов начинают использовать облигации займы для финансирования дефицита бюджета. Кроме того, Министерство финансов стремится сокращать объемы бюджетных кредитов регионам и достаточно ясно рекомендует субъектам использовать рыночные инструменты заимствований, в том числе облигационные займы. Регионы это понимают, и так как постепенно объем рынка становится значимым, активность игроков на нем усиливается. В частности, в текущем году мы видим возросшую конкуренцию и, как результат, — попытки использования отдельными участниками административного ресурса, обращения к регуляторам с целью получения мандатов там, где они не могут их получить рыночным способом. Поэтому действительно были неоднократные обращения в Федеральную антимонопольную службу, как правило, со стороны конкурирующих с нами организаций, в тех случаях, когда мы выигрывали мандаты, а конкуренты пытались найти предлог, чтобы оспорить результаты конкурса.

Что касается изменений конкурсной документации, то эта ситуация связана в большей степени с позицией самих эмитентов. Либо в силу нехватки опыта они не сразу учитывают все требования законодательства и по ходу вносят изменения, либо меняются планы заимствований, например вместо займа принимают решение привлекать кредит. В любом случае, изменение конкурсной документации — это предусмотренная законом техническая процедура. Главное, чтобы она укладывалась в ограниченные законом сроки, здесь я не вижу проблем.

– Многие участники рынка неоднократно высказывались о том, что «Тройка» очень агрессивно действует на этом рынке, в том числе активно используя возможности Сбербанка. Вы с этим согласны?

– Прежде всего, некорректно говорить о том, что «Тройка» действует на рынке, используя возможности Сбербанка, потому что на сегодня «Тройка» — это и есть Сбербанк, точнее, его инвестиционно-банковское подразделение. Как часть Сбербанка, мы ведем работу на долговом рынке с 2011 года, когда департамент первичных размещений Сбербанка был объединен с таким же подразделением «Тройки». Естественно, мы используем возможности синергии от объединения, причем не только на рынке субфедеральных, но корпоративных облигаций. У Сбербанка как у кредитора есть отношения со всеми заемщиками, и там, где эти отношения позволяют, мы, как и другие рыночные игроки, идем к клиенту и предлагаем комплексное обслуживание, всю нашу продуктовую линейку. Что касается обвинений в агрессии... Их сложно формализовать

> ПОСКОЛЬКУ МЫ ЯВЛЯЕМСЯ ЛИДЕРОМ, НАМ УДЕЛЯЮТ ПОВЫШЕННОЕ ВНИМАНИЕ И КОНКУРЕНТЫ, И РЕГУЛЯТОРЫ. И В ЭТОМ ГОДУ ВТОРЫЕ УДЕЛЯЮТ НАМ ВНИМАНИЕ ПО ИНИЦИАТИВЕ ПЕРВЫХ

— что значит агрессивно или неагрессивно? Наверное, конкуренты имеют в виду тот факт, что мы в этом году получили большее количество сделок и завоевали большую долю рынка. Это действительно так. Мы являемся крупнейшим банком Центральной и Восточной Европы, у нас сильные рыночные позиции, отличные операционные результаты, мы можем предложить эмитентам наилучшие условия по размещению займов — мы просто обязаны быть лидером. Как я уже сказал, в последние два года мы начали намного активнее работать в муниципальном сегменте, уделяем больше внимания получению мандатов, и нам это удается. Наверное, подобные обвинения можно рассматривать как определенную похвалу и признание наших заслуг со стороны конкурентов.

– Я слышала, что представители региональных финансовых ведомств жалуются на то, что в процессе размещения их облигаций возникает конфликт внутренних интересов участников фондового рынка: в частности, когда в процессе размещения многие участники, готовые обеспечить хорошие объемы и цены, устраивающие эмитента, не могли в итоге попасть в число соорганизаторов из-за нежелания генагента перераспределять квоту организатора на конкурентов, присутствие которых в выпуске для него нежелательно. По-вашему, это справедливая критика?

– Сомневаюсь, что подобные жалобы со стороны регионов действительно поступают часто. Регулярно общаясь со всеми муниципальными эмитентами, я, например, не слышал подобных жалоб ни разу. Обычно, когда действительно есть общая заинтересованность в совместном участии в сделке, никаких проблем не возникает. На рынке масса примеров размещений облигационных займов того или иного субъекта Федерации несколькими банками. В частности, у нас в прошлом году было четыре совместных с другими участниками размещения субфедеральных займов, за прошедший период 2012 года таких размещений у нас тоже четыре. Проблема, с моей точки зрения, надуманна.

– У вас большой пайплайн сделок на второе полугодие? Каковы ваши амбиции по позициям в рейтинге на конец года?

– На данный момент у нас еще пять выигранных мандатов в муниципальном сегменте. Если намерения эмитентов не изменятся и рынок позволит, мы будем их размещать. Кроме того, сейчас проходят конкурсы в нескольких регионах, где мы участвуем либо планируем участвовать, и в некоторых из них надеемся победить. Полагаю, что по итогам года у нас есть все основания сохранить текущее лидерство в муниципальном сегменте.

– Вы ожидаете, что регионы повысят активность на публичном рынке к концу года?

– Регионы уже повысили активность — за август состоялось столько же размещений, сколько за январь-июль текущего года. Если рынки позволят, то активность эмитентов останется высокой и мы увидим до конца года еще 10–15 размещений субфедеральных займов. Позволят ли рынки — большой вопрос, поскольку сейчас мы целиком зависим от внешнего фона. В первой половине сентября события, которые сформируют настроения инвесторов, —это заседание ЕЦБ, решение Конституционного суда Германии по формированию европейского стабфонда и заседание ФРС. Данные события определят рыночный тренд на месяц вперед, делать прогноз на квартал в текущих условиях сокращения рыночных циклов было бы опрометчиво.

Куда бы вы ни плыли.

Главное –
контролировать
ситуацию.

Жизнь полна взлетов и падений.
Мы поддержим вас.

Добро пожаловать в
ЮниКредит Банк