Эдуард БАТАНОВ, председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга

Игорь ОЛЕНИН, начальник управления финансовых активов и финансовых обязательств, Комитет финансов Санкт-Петербурга

«Мы выжали из рынка все, что смогли»

В конце прошлого года на долговом рынке прошла сделка, которая разрушила устоявшиеся традиции. Санкт-Петербург разместил облигации на 7 млрд руб. под 7.94% годовых, что на 0.56% ниже верхней границы озвученного ориентира. Над выпуском работали пять организаторов, но ни один из них не имел доступа к книге заявок. В интервью журналу Cbonds Review председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга Эдуард Батанов, начальник управления финансовых активов и финансовых обязательств комитета Игорь Оленин рассказали о том, кто придумал схему биржевого букбилдинга и чем он лучше классического, зачем был нужен блеф, почему не стоит верить в миф о ликвидности и какой он — идеальный организатор.

– В конце прошлого года Санкт-Петербург порядком встряхнул рынок собственным выпуском облигаций, заставив изрядно понервничать представителей инвестбанков. Как же все-таки это было: какую долю заявок привлекли вы сами, а сколько через организаторов?

Игорь Оленин: Структура сделок в итоге получилась такая: 86% бумаг купили банки на собственный счет, 1.4% приобрели клиенты банков, 10% приобрели инвесткомпании и 2.6% — клиенты инвестиционных компаний. Оценки того, какая доля рыночная, а какая привлечена организаторами, могут расходиться.

Эдуард Батанов: Банки, которые ворчали, что мы очень жадные, поступили как ежики в том анекдоте: плакали, но ели. Все 86% займа купили они, что, в принципе, нас более чем устраивает.

И.О.: Среди организаторов были не только банки, но инвестиционные компании, которые приводили якорных инвесторов. Поэтому, конечно, определенная часть займа была куплена организа-

торами и их аффилированными компаниями. Но, на наш взгляд, больше 50% все-таки составил так называемый рыночный спрос.

Э.Б.: Прежде всего нужно дать определение, что есть организатор в нашем случае. Формально книжку вели мы сами. То есть организаторы книгу заявок не видели.

– И были этим весьма недовольны…

Э.Б. Естественно, и я понимаю их недовольство. Мы действительно несколько порушили устоявшиеся, ими же установленные традиции. Изначально мы исходили из того, что нам больше нравится схема чистого аукциона: «пришел — купил». Понятно, что на рынке она не востребована. Я уже неоднократно говорил, что рынок выстроился вокруг организаторов разного калибра. Поэтому схема, которую мы выбрали, сочетала в себе элементы аукциона и букбилдинга. То есть фактически мы сами вели книжку и имели возможность добавлять заявки с более низкими ставками.

– Кто придумал эту схему?

И.О.: Особой новизны в ней нет. Биржевой букбилдинг с элементами классического сбора книжки и традиционного аукциона (конкурса) был предложен Московской биржей и немного адаптирован под наши потребности. Единственная и основная задача, которую мы ставили перед организаторами, — провести премаркетинг. То есть чтобы сейлз-команды обзвонили инвесторов, рассказали про наш заем, про его условия и так далее. Но организаторы хотели контролировать изменение цены в процессе сбора заявок. Мы постарались по возможности исключить этот момент. Банки высказывали свое несогласие с подобной схемой. Их можно понять. Они — сторонники традиционного подхода и старались делать так, как им удобно.

Э.Б.: А мы хотели сделать так, как выгодно нам!

И.О.: Организаторы уверяли, что по такой схеме им работать неудобно: они, к примеру, звонят клиентам, предлагая купить облигации Санкт-Петербурга, а им отвечают: «Кто еще выставил заявки в книгу? Как это вы не видите? Зачем тогда нам это нужно? Придем на конкурс, спокойно выставим заявку, попадем — хорошо, не попадем — ну и ладно». Отчасти претензии банков справедливы. Они считают, что если собирают книжку, то должны полностью владеть информацией. Мы же полагали, что организаторы должны просто работать с инвесторами в обозначенных нами ценовых диапазонах. То есть мы установили коридор — изначально он составлял 8–8.5% годовых. Задача организаторов была абсолютно тривиальной — позвонить инвесторам и сказать: «Ребята, под 8% годовых интересно, надо покупать». Естественно, когда мы в первый раз установили диапазон ставок, банки попросили нас несколько поднять ставку. Аргументация была простая: надо предложить инвесторам «морковку». Но мы и сами умеем оценивать рынок.

> ЛИКВИДНОСТЬ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ — ЭТО ИЛЛЮЗИЯ, МИФ, КОТОРЫЙ ПОДДЕРЖИВАЮТ ОРГАНИЗАТОРЫ: ДАЙТЕ НАМ ДЕНЕГ НА МАРКЕТ-МЕЙКЕРСТВО — И МЫ БУДЕМ ПОДДЕРЖИВАТЬ РЫНОК, ОН БУДЕТ ЛИКВИДНЫМ

– То есть вы с организаторами принципиально не сошлись в цене?

И.О.: Конечно, тот диапазон, который мы предложили, организаторов не устроил. Но мы убедили их в том, что надо работать в тех рамках, которые задал эмитент. Потом, в течение трех дней предварительного сбора заявок мы этот диапазон планомерно снижали, что тоже показалось организаторам несколько нетипичным. Они полагали, что нужно до последнего для сбора книжки сохранять заявленный диапазон, а уже на конкурсе начать продавливать ставку. Мы, естественно, не питали иллюзий по этому поводу и старались каждый день в процессе сбора заявок и формирования предварительной книжки снижать диапазон. Стоит признать, что схема биржевого бук-билдинга, которую мы использовали, еще не до конца проработана, у нее есть свои недостатки. Мы, конечно, рисковали. Грубо говоря, в первый день книга не собиралась. Но это были чисто технические проблемы. Объясню почему. В первые два дня заявки обычно никто не ставит. Основной вал заявок пришелся на последний день конкурса. Кроме того, нам было психологически сложно снижать ставку в первые два дня.

– Хотите сказать, вы намеренно пошли на риск?

Э.Б.: Был некий элемент авантюризма.

И.О.: Мы проявили определенную жесткость. Стали немного блефовать. Но это нормальный блеф, он присутствовал и в работе организаторов. Мы намеренно стали давить ставку вниз, а когда вышли на окончательный диапазон ставок — 7.75–8.15%, энтузиазм в глазах организаторов пропал практически полностью. Они испугались, что это очень жесткий ценовой диапазон и что продать бумагу на таких условиях не удастся. У них было ощущение, что мы не сможем осуществить размещение в день конкурса. Но мы пошли на этот риск, поскольку он был просчитываемым. Мы видели книгу и понимали, что собираем нормальный объем. Теоретически в этом довольно широком диапазоне уж под 8.15% при совсем плохой конъюнктуре мы смогли бы разместиться. В день конкурса поняли, что поступили правильно. Инвесторы убедились, что эмитент агрессивно снижает ставку и не намерен переплачивать. Они решили — значит, есть спрос, заемщик чувствует себя уверенно, и правильно это оценили. Дальше практически вся книга была собрана в диапазоне ставок ниже 8% годовых. В любом случае, если бы инвесторы не считали эту ставку интересной для себя, они бы не ставили заявок.

Успех размещения условно можно оценить простым способом. Если, к примеру, через месяц после размещения бумага росла в цене, то значит, мы плохо разместились. А если падала, значит, эмитент разместился очень успешно. Думаю, мы выжали из рынка все, что смогли, поскольку потом бумага торговалась примерно на уровнях размещения с небольшим ценовым ростом.

– Вы часто говорите, что рынок муниципального долга несовершенен. У вас есть идеи, как его улучшить?

Э.Б.: Вот мы делом это и показали. Для нас же интересна ставка. Поэтому мы изначально объявили, что книжка

будет собираться по принципу «кто дал лучшую ставку». Принцип аллокации нам неинтересен. Для нас это неправильный путь. Он порождает коррупцию.

По большому счету нам не сильно интересна жизнь бумаги после размещения. Это забота владельцев бумаги или организаторов торгов. Кого угодно. Мы обеспечили хороший выпуск и качественную кредитную историю. Затем бумага попадает в Ломбардный список — работайте с инструментом!

– То есть вопрос ликвидности вас не беспокоит?

Э.Б.: Нет. А почему он должен меня беспокоить? Я с 95-го года работаю на рынке, в том числе и на той стороне на кнопки нажимал. Ликвидность на рынке облигаций — это иллюзия, миф, который поддерживают организаторы: дайте нам денег на маркетмейкерство — и мы будем поддерживать рынок, он будет ликвидным. И когда в следующий раз вы придете на рынок, инвесторы вас буквально задушат в объятиях и предложат очень низкую ставку! Возможно... Но почему я, в лице государства, должен тратить деньги на поддержание рынка? Пусть рынок этим и занимается, развивает инструментарий. Мы дали ему все, что могли, — ломбардную бумагу, купон. Больше мы на рынке ничего не делаем. Мы можем использовать бумаги в обращении под обеспечение по операциям РЕПО и будем это делать, управляя ликвидностью. Но в данном случае это выгодно нам, потому что мы размещаем временно свободные средства.

И.О.: Посмотрите на бумаги Москвы: после того как город выкупил значительный объем с рынка, они перестали активно торговаться. Сами участники рынка отмечают, что хоть бумаги и есть в достаточном объеме в обращении, но их уже нельзя рассматривать как ценовой ориентир.

Э.Б.: И потом, назовите мне критерии ликвидности! Ширина спреда? — согласен. А вот с чем сравнивать обороты в бумаге — с объемом выпуска? И где тот уровень, когда можно сказать, что бумага ликвидна.

– Можно посмотреть в «стакан».

Э.Б.: Вот в эти игры мы как раз и не играем, потому что все эти истории красивы с точки зрения тех, кто зарабатывает. Нам лишние затраты не нужны. Наши затраты на выпуск составили всего три копейки.

– А действительно сколько, если не секрет?

И.О.: Никакого секрета тут нет: 909.207 тыс. — стандартный тариф депозитария, биржа получила 354 тыс. руб., брокер — 933.333 тыс. руб. Вот и все. Специфических комиссий за биржевой букбилдинг не было. Комиссия за сделки у нас, по условиям контракта с брокером, включена в его комиссию. То есть общая сумма расходов составила 2.1 млн руб. Если мы разделим на 7 млрд руб. (объем займа), получим три сотые процента.

Э.Б.: Дешевле, к сожалению, на ММВБ не разместиться! Основные затраты — это расходы на инфраструктуру. На нас же много не заработаешь. Наши организаторы, к примеру, ни копейки не получили, только статус. Брокер «Энергокапитал» заработал себе хорошее имя. Они молодцы.

И.О.: Организаторы уже давно смекнули, что комиссию на субфедеральном долге не заработаешь. Вопрос в том, как отбить работу сейлз-команды? В этом плане нам совершенно не нравится классический букбилдинг, потому что он порождает конфликт интересов между эмитентом, организатором и рынком. Согласитесь, организатор находится между двух огней. Ему, с одной стороны, нужно по контракту соблюдать интересы эмитента, то есть добиваться для него более низкой ставки. С другой стороны, ему нужно привести инвесторов и обеспечить им интересную ставку. Сложная задача: демоны борются с ангелами. Вот банк и начинает убеждать эмитента повысить ставку и уговаривать инвесторов купить бумагу. А еще ведь есть якорный инвестор, у которого свой порог захода в рынок, потому что ему нужно отработать торговые доходы. Получается, что организатор не может, используя классическую схему букбилдинга, максимально соблюсти интересы эмитента. Такой организатор лично нам не нужен. Конечно, мы прекрасно понимаем, что у многих эмитентов нет таких возможностей, какие есть у нас. Для того чтобы занимать жесткую позицию в работе с организаторами, нужно иметь определенный уровень компетенции. Согласитесь, в регионах таких специалистов может и не быть.

Э.Б.: У нас к тому же сильные позиции с точки зрения общих показателей. И долг небольшой, и рейтинг высокий. Мы знаем, что продаем хороший качественный долг.

И.О.: Мы время от времени общаемся с представителями регионов. Они рассказывают о том, что им приходится вступать в очень серьезную (?) дискуссию с организаторами на этапе размещения. И им не всегда хватает аргументов. У организатора есть аналитическая команда, сейлзы, у них есть весь набор аргументов, чтобы задавить эмитента.

Э.Б.: А эмитента поджимает бюджет. И конец года.

И.О.: Возникает риск, что бумагу можно вообще не разместить. Естественно, эмитенту приходится идти на попятную, в каких-то случаях соглашаться. Бывают жесткие эмитенты, которые стоят на своем и отказываются двигать ставку выше определенного уровня. Но его тоже нужно обосновать. А потом еще руководству объяснять, какими будут текущие расходы на обслуживание долга при такой доходности. Конечно, тяжело, привлекая организатора, соблюсти баланс интересов.

– Почему в корпоративном секторе все эти проблемы решаются гораздо легче?

Э.Б.: Почему вы думаете, что там нет таких проблем? Акционеру выгоднее, чтобы компания заняла не под 8.5%, а под 8%. И они находят точку равновесия.

И.О.: Корпоративному сектору проще выстраивать гибкие модели взаимодействия с организаторами. Там больше прагматизма и меньше популизма.

Э.Б.: У нас меньше возможностей для маневра: мы не можем вдруг резко отказаться от займа и привлечь кредит, если нас не устраивают условия. Кроме того, есть ограничения с точки зрения бюджетного кодекса, абсолютно нелогичные и непонятные мне. Мы должны четко прописать порядок использования инструментов. Иными словами, если мы переходящий долг указали в облигациях в законе о бюджете, мы не можем перекинуть его на кредиты. Это крайне неудобно с точки зрения управления рисками.

И.О.: То же самое касается времени выхода на рынок. Мы жестко зажаты в рамки кассового исполнения. В корпоративном секторе есть проектное финансирование и проектное бюджетирование. Компания привлекает деньги через выпуск облигаций под конкретный проект и может выйти на рынок и в январе, и в марте, когда денег больше. Мы работаем исключительно на кассо-

вое исполнение бюджета. Если есть потребность в исполнении бюджета, значит, мы выходим на рынок. Получается, что мы выходим в декабре. Все вместе.

– Когда будет принято решение о том, сколько вы планируете занимать в этом году и намерены ли привлекать организаторов выпуска?

И.О.: Объясню, почему мы в принципе решили привлечь организаторов к размещению в прошлом году. Глобально мы не выходили на рынок с 2005 года. Поэтому полезно было пригласить банки, которые прикроют нас при взаимодействии с инвесторами. Сейчас все технические нюансы этого взаимодействия устранены. Нам более-менее понятно, как сейчас функционирует рынок. Мы, конечно, не всем остались довольны, но работать можно. В этом году мы учтем все спорные моменты и сформируем некие технические условия работы с организаторами.

– В этих условиях будет прописана комиссия?

И.О.: Вот уж точно не будет! Пока мы продолжим эксплуатировать доброе имя эмитента с хорошими рейтингами. Думаю, организаторы и сами не будут просить какую-то комиссию. В прошлом году мы привлекли в пул все банки, которые предлагали нам свои услуги. В этот раз мы, возможно, бросим клич по более широкому списку, не из пяти организаторов, а из двадцати, например. Посмотрим, кто нам предложит лучшие операционные условия. Естественно, вопрос будет не в комиссии и даже, может быть, не в гарантии размещения. Будем изучать предложения банков, смотреть, кто как будет работать с инвесторами, готовить аналитические отчеты и смежные аналитические продукты, и так далее. К примеру, по выпуску 25039 организаторы рассылали в своих отчетах рекомендации с одним диапазоном ставок, в то же время мы видели отчеты других игроков о том, что они рекомендуют своим клиентам покупать наши бумаги по более низкой доходности.

Э.Б.: Это нам помогло в какой-то мере скорректировать наши ценовые диапазоны, укрепиться в собственной уверенности, что мы на правильном пути, и в итоге занять дешевле.

И.О.: На самом деле мы может, как и Москва, работать, не привлекая организаторов. Нам нужны партнеры, которые лишь помогают расторговывать бумагу в процессе размещения. Когда-то у нас даже была идея создания пула первичных дилеров. Предполагалось, что в нем будет 10–12 крупнейших участников. Мы видим и так, что 86% выпуска покупают банки. Грубо говоря, это могла бы быть двухступенчатая схема размещения: оптовая продажа на конкурсных условиях пулу банков, которые уже распределяют бумагу на рынке.

Э.Б.: Но это опять же немного искусственно. Если идти по пути транспарентности, то самый правильный путь — выставить бумагу на аукцион и разместить выпуск. А формирование пулов как бы не кончилось каким-нибудь разбирательством с антимонопольным ведомством и конфликтом с 94-ФЗ. Все очень скользко.

> ИНВЕСТБАНК НЕ МОЖЕТ, ИСПОЛЬЗУЯ КЛАССИЧЕСКУЮ СХЕМУ БУКБИЛДИНГА, МАКСИМАЛЬНО СОБЛЮСТИ ИНТЕРЕСЫ ЭМИТЕНТА. ТАКОЙ ОРГАНИЗАТОР ЛИЧНО НАМ НЕ НУЖЕН

И. О.: К своему разочарованию, мы не увидели большого рынка. Даже несмотря на то, что мы в первый раз пришли на ММВБ. Официально биржа имеет более 500 счетов участников, которые могут торговать. Но в результате мы увидели только 30 инвесторов. Из них облигации купили всего 15. А где остальные 470? Чья это недоработка? Биржи, организаторов или наша?

– Может быть, это просто вопрос цены?

Э.Б.: Хорошо, может быть, это мы виноваты, потому что слишком жесткую ставку сделали. Но где пенсионные деньги? Где страховые компании и институциональные инвесторы? В этом году мы, возможно, обойдем еще и хедж-фонды. Напомнить им о себе, я думаю, это будет интересно с точки зрения увеличения спроса. Материалы у нас есть, это аналог инвестиционных меморандумов.

Надеюсь, спрос на хороший долг сохранится и в 2013 году. Посмотрим, что привнесут Clearstream и Euroclear, потому что на ожиданиях прихода иностранных инвесторов ралли на ОФЗ было красивое. Нам повезло, мы попали в эту струю. Декабрь — не самый удачный месяц для размещения, неизвестно, повезет ли нам так же в этом году. Поэтому, скорее всего, Питер пораньше выйдет на рынок. Но еще раз подчеркну: мы подходим к долгу исключительно утилитарно, не рассматриваем его как некий политический акт. Посмотрим, как Москва первой вылезет из окопов. Это очень интересно.

– Как думаете, другие регионы последуют вашему примеру при взаимодействии с организаторами?

Э.Б.: Для этого нужно сделать хороший продукт, чтобы он был понятен и прост. Регионам такой продукт очень нужен. Чтобы не оставаться в классической схеме букбилдинга, у региона должен быть выбор. Сейчас мы просто пробиваем стену. Надо отдать должное бирже, она очень конструктивно воспринимает наши попытки изменить ситуацию, использует нас как некоего интеллектуального клиента. Биржевой букбилдинг будет совершенствоваться.

И.О.: Сейчас рынок муниципального долга — это рынок организатора, а он должен быть рынком эмитента. Биржа должна быть не просто площадкой, где технически регистрируются сделки в РПС. Когда книга собирается в офлайне, функционал биржи просто мизерный. Биржа должна быть местом, на котором собираются участники. Так было раньше. Если мы вернемся к истокам, тогда эмитенты подтянутся и будут получать от этого выгоду. В будущем может случиться так, что эмитентам и не потребуются услуги организаторов. Им нужны будут только консультанты, которые помогают просчитывать рынок для организации структуры выпуска, взаимодействовать с инвесторами, правильно позиционировать бумагу. Это стоит гораздо меньших денег, чем сейчас эмитенты платят банкам. И финансовый консультант будет работать исключительно в интересах эмитента.

Э.Б.: Тут тоже идеальной схемы нет. Мы несем все риски, что недоберем заявок, что неправильно оценим выпуск и так далее. Если эмитент полностью перекладывает эту ответственность на организаторов, он получает, по сути, андеррайтеров, которые в случае чего его прикроют. Но мы прекрасно понимаем — их прикрытие будет стоить очень дорого.

Беседовала **Ольга ВОЙТОВА**