Алексей СКОРОДУМОВ,
CFA, заместитель председателя правления, начальник казначейства, АКБ «Держава»

Новая жизнь по старым правилам

Часто обсуждение вопроса «как привлечь долгосрочное финансирование» скатывается в область фантазий — на тему «хорошо бы что-то изменить в правилах игры». Я не сторонник такого подхода. Всегда утверждал, что российское финансовое регулирование уже является лучшим в мире, беда только в том, что оно постоянно улучшается. Не успеваешь воспользоваться одним улучшением, как грядет следующее: не ровен час очередное новое правило вступит в силу.

Особенно это касается рынка облигаций, на котором на наших глазах происходят неотвратимые и грандиозные улучшения:

– муниципальные и корпоративные облигации вот-вот последуют за ОФЗ в Euroclear;

– РЕПО с Центральным контрагентом скоро дойдет до BBB– бумаг, но объемы и условия под вопросом;

– переход на торги в режиме T + 2, кажется, неизбежен, но до корпоративных облигаций дойдет не скоро;

– РЕПО с корзиной есть, а рекомендаций ЦБР по бухучету нет, бэк-офисное программное обеспечение для обработки не готово;

– новые правила листинга только в марте приняли — и вот проект ФСФР вдогонку...

Тем не менее рыночным игрокам не стоит ждать, когда все порастет паутиной и станет понятно, как, оказывается, надо было действовать.

Вот что, на мой взгляд, могут и должны делать эмитенты уже сейчас, чтобы значительно улучшить условия размещения своих облигаций на срок пять и более лет.

ПЕРЕМЕННЫЕ КУПОНЫ

Первое, что должны были предпринять эмитенты, услышав стоны банков от инструкции 387-П, вступившей в силу 1 февраля 2013 года, — это спросить, а что такое «длинная бумага» с точки зрения нагрузки на капитал?

А ответ бы их порадовал: оказывается, длинная бумага — это не та, у которой срок погашения/оферты далеко, а та, у которой купон долго не меняется. Если банк считает целевой доходность 20% на свой капитал, то замена в десятилетней бумаге фиксированного купона на переменный позволит банку купить ее с доходностью на 0.5% годовых меньше. Ведь если общий процентный риск будет меньше, то и капитал освободится — формула достаточно проста.

Да, сейчас рынок верит в снижение ставок и будет воспринимать переменный

ПОХОЖЕ, ЦБ РФ РЕШИЛ УВЛЕЧЬСЯ СТРОИТЕЛЬСТВОМ КРЕДИТНОЙ, А НЕ ОБЛИГАЦИОННОЙ ПИРАМИДЫ — И ЭТО ПРЕКРАСНЫЙ ПОВОД ПЕРЕСТАТЬ ЖДАТЬ ПОДАРКОВ ДЛЯ РЫНКА БОНДОВ

купон как недостаток. Хорошо, господа эмитенты, сделайте купон переменным в третьем знаке после запятой. Вам все равно, а нам, банкам, — радость. А когда прогнозы рынка по ставке станут нейтральными — размещайте полноценные флоатеры.

СОГЛАШЕНИЯ БАНК/ЭМИТЕНТ: ПОКУПКА ЛИМИТОВ ЦБР

Немного истории. В феврале 2009 года ЦБР начал операции РЕПО на ММВБ по фиксированной ставке. Ранее не было возможности привлечь деньги гарантированно (только в рамках аукциона), и все привлеченные средства приходилось отдавать (не работал неттинг). А с 2009 года Банк России фактически передал право денежной эмиссии связке эмитент + банк. Один выпускает бумаги, другой их в ЦБР конвертирует в живые рубли. И лимит ограничен только капиталом банка (ЦБ обычно устанавливает лимит по РЕПО в размере трех капиталов, по форме 134). Прошло четыре года, но почему-то мы до сих пор не видим, чтобы появились устойчивые связки. Хотя формула проста и понятна — на 1 руб. вливания в капитал банк может выдать эмитенту 4 руб. живых денег (при дисконте РЕПО в ЦБ не более 25%).

Представляется вполне рыночным действием выпуск каким-либо банком субординированных облигаций (то есть увеличивающих капитал), в ковенантах которого банк обязуется покупать и/или принимать по РЕПО облигации определенного эмитента в указанных объемах и раскрывать информацию о таких операциях.

Безусловно, связка 1 банк + 1 эмитент не реализуема (и норматив Н6, и здравый смысл против). Но если на 1 банк приходится 5–10 эмитентов, то это и есть путь к устойчивой, хорошо капитализированной банковской системе.

Наш банк вполне открыт к подобным переговорам.

ВСЮ ЛИКВИДНОСТЬ ЭМИТЕНТА — В РЕПО С СОБСТВЕННЫМИ БУМАГАМИ

Все эмитенты поддерживают запас ликвидности, часто в объеме 10% и более от своих обязательств. Для развития рынка бондов эмитентам следует устранить основную разницу между кредитом и облигацией. Кредит часто выдается под ставку дешевле облигационной, так как банк-кредитор получает денежные потоки заемщика. Если этот заемщик все денежные потоки будет направлять на РЕПО под собственные облигации, то и разница исчезнет. А надежность размещения для эмитента увеличится.

Да, сделка РЕПО затруднительна с баланса самого эмитента, а с баланса связанного лица требует раскрытия информации. Но это технический момент, который решается с помощью программки для генерации отчетов. Эмитенты, готовые инвестировать (размещать по РЕПО) в собственные облигации остатки на счетах, могут уже сейчас к нам обращаться.

ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Правила листинга и правила включения в Ломбардный список таковы, каковы они есть. Вернее, в случае с Ломбардным списком — ну нет правил, так нет. Бумага может войти в Ломбард и через пару недель, и через несколько месяцев после выхода на торги. А может и не войти вовсе. С листингом А1 ситуация прозрачней, но сама система — размещать бумаги среди одного круга участников, потом добиваться его расширения — явно придумана брокерами. Эмитентам с этим надо смириться и проводить размещения в два этапа — сначала с короткой офертой для прохождения всех листингов, затем уже для другого круга участников с длинной офертой, зато понятным статусом бумаги. Да, процесс усложняется — но и результат того стоит.

Главное, не нужно рассчитывать на то, что регулятор что-то для нас сделает. Похоже, что ЦБ РФ сейчас увлечется строительством кредитной, а не облигационной пирамиды, — и это прекрасный повод перестать ждать подарков для рынка бондов. Сложившиеся правила вполне приемлемы, просто надо начинать ими пользоваться в полном объеме. А если ситуация неожиданно станет еще лучше — как-нибудь переживем.

С 2009 ГОДА БАНК РОССИИ ФАКТИЧЕСКИ ПЕРЕДАЛ ПРАВО ДЕНЕЖНОЙ ЭМИССИИ СВЯЗКЕ ЭМИТЕНТ + БАНК. ОДИН ВЫПУСКАЕТ БУМАГИ, ДРУГОЙ ИХ В ЦБР КОНВЕРТИРУЕТ В ЖИВЫЕ РУБЛИ