Симметрия ВТБ

Канр Лиджиев

В октябре ВТБ провел мастер-класс по размещению облигаций в условиях проблем с ликвидностью в банковской системе. Инвестбанк не только сумел показать внешние рыночные атрибуты аукционов по размещению новых бумаг Россельхозбанка и ВТБ 24, но и сохранил рыночные перспективы банковских бумаг при их выходе на «вторичку». Если использовать математическую терминологию, то модель размещения, которую выбрал госбанк, можно назвать «симметричными аукционами».

По итогам октября на рынке облигаций девять компаний размещали облигации на общую номинальную сумму 26.43 млрд руб.

Из этой суммы 16 млрд руб. пришлось на два аукциона по размещению облигаций четвертого выпуска Россельхозбанка и дебютного выпуска розничного подразделения ВТБ. Организатором обоих выпусков является группа ВТБ.

Аукционы по размещению бондов госбанков ожидались на рынке как тестовые — их итоги должны были расставить маячки, по которым участники рынка могли бы сориентироваться на таком непростом рынке.

На наш взгляд, итоги аукционов Россельхозбанка и ВТБ 24 показали три основных момента, первый из которых для рынка в целом носит скорее теоретический характер, а два других с практической точки зрения будут более интересны для участников рынка, но вытекают во многом из первого.

Итак, во-первых, в исполнении организатора выпуска ВТБ мы увидели, если можно так сказать, математически выверенную операцию. Рынок действительно непростой, и размещать крупные выпуски облигаций в условиях проблем с банковской ликвидностью и снижения активности иностранных инвесторов очень тяжело. Один из выходов — брать бумаги на себя. Но то, что может позволить сделать себе негосударственный инвестбанк, в сложившихся условиях не может позволить себе госбанк! Такое простое решение вопроса означало бы признание государством серьезных проблем с ликвидностью и настоящего кризиса в системе (наличие которого в России монетарные власти официально не признают).

Технологиями по «демонстрации атрибутов рыночного размещения» сегодня на рынке владеют практически все ведущие инвестбанки (взять тот же сентябрьский пример размещения «Ситроникса»). Но то, как сделал это ВТБ, заслуживает отдельного упоминания (сразу отметим, что данная трактовка является сугубо точкой зрения Cbonds Review и может не совпадать с мнением самого организатора и эмитентов).

По всей видимости, поняв, что рыночный спрос на весь десятимиллиардный заем Россельхозбанка [-/Baa2/BBB+] собрать будет трудно, ВТБ для подстраховки задействует

Итоги размещений негосударственных облигаций в октябре

	Дата размещения	Объем, млн	Погашение (оферта)	Организатор	Аукционная доходность (купон (цена)/доходность)
Национальный капитал, 1	02.10.2007	3 000	25.09.2012 (09.10.2008)	ТрансКредитБанк	9.5/внебиржа
Россельхозбанк, 4	10.10.2007	10 000	27.09.2017 (10.10.2008)	ВТБ	8.2/8.37
ВТБ 24, 1	10.10.2007	6 000	05.10.2011 (10.10.2008)	ВТБ 24	8.2/8.37
МИА, 4 ипотечные	11.10.2007	2 000	01.10.2015 (22.10.2009)	Банк Москвы	9.0/9.31
Стройкорпорация Элис, 1	11.10.2007	500	05.04.2012 (09.04.2009)	Северо-западный Сбербанк	12.6/13.0
Ханты-Мансийск СтройРесурс, 1	17.10.2007	3 000	13.10.2010 (29.04.2009)	ИК «Еврофинансы»	13.0/13.42
Банк ТКС, 1	23.10.2007	1 500	22.10.2010 (23.10.2008)	КИТ Финанс, Дойче Банк	18.0/18.81
РФЦ-Лизинг, 2	24.10.2007	130	27.11.2011	РФЦ	13.0/13.06
УКС МФП Центр, 1	10.10.2007	300	11.10.2010	закрытая подписка	

имеющийся у него «джокер» — зарегистрированный неразмещенный выпуск своего розничного подразделения на 6 млрд руб. Через некоторое время после объявления аукциона Россельхозбанком ВТБ 24 [BBB+/Baa2/BBB+] объявляет свой аукцион, тоже на 10 октября.

На выходе мы получаем вот что: в один день на одной площадке под одну и ту же ставку купона (8.2% годовых) на один и тот же срок до оферты (один год) с привлечением фактически одного и того же организатора состоялись два аукциона по размещению банковских облигаций с практически одинаковым кредитным рейтингом. Полная симметрия!

Ясно, что цель — размещение бумаг Россельхозбанка, а выпуск ВТБ 24 — это вспомогательный инструмент, поэтому и ставку купона «резали» по ориентиру обращающихся бумаг аграрного банка. В итоге Россельхозбанк разместился с минимальной премией к рынку, а ВТБ 24 — с достаточно приличной для эмитентов первого круга премией в 40–50 б.п. к обращающимся бумагам ВТБ. Но никто не обижен.

Поскольку выпуск ВТБ 24 меньше, с его размещением проблем не возникло, и официальные итоги аукциона появились сразу вечером 10 октября. В ходе аукциона было подано 40 заявок инвесторов суммарным объемом 9.445 млрд руб. с предполагаемой ставкой купона в диапазоне 8–8.5% годовых. Эмитентом было принято решение установить ставку в размере 8.2% годовых, что соответствует доходности выпуска к годовой оферте на уровне 8.37% годовых. Удовлетворено 25 заявок.

Десятимиллиардный выпуск Россельхозбанка же пришлось доразмещать в режиме переговорных сделок, а с выходом официальных итогов — подождать несколько дней. В ходе аукциона были поданы 62 заявки инвесторов общим объемом 13.21 млрд руб. Основная масса заявок была со ставкой в диапазоне 8.15–8.25% годовых. Эмитентом было принято решение установить ставку в размере 8.2% годовых, что соответствует доходности облигаций к годовой оферте на уровне 8.37% годовых. Весь облигационный выпуск был реализован в первый день размещения, в том числе 1.72 млн бумаг в ходе доразмещения на вечерней сессии. Всего были удовлетворены 32 заявки.

Организатор выпуска ВТБ также обозначил иностранный интерес к бумагам Россельхозбанка. В синдикат в качестве стратегического партнера и соорганизатора вошел Ситибанк, в качестве только стратегического партнера — Merrill Lynch. Это говорит о том, что какую-то часть выпуска купили и иностранные инвесторы (только немного наводят на размышления нетрадиционные названия статусов в синдикате).

Как видим, с технической точки зрения, ВТБ показал мастер-класс размещения крупных выпусков облигаций в условиях проблем с ликвидностью в банковской системе. На следующий день большинство комментариев аналитиков вышли в целом с позитивной оценкой итогов аукционов по размещению облигаций Россельхозбанка и ВТБ 24.

Но на практике такую модель может осуществить только государственный инвестбанк, для всех остальных она носит сугубо теоретический характер.

Впрочем, итоги аукционов по размещению бумаг госбанков имеют и более интересные для рыночных игроков результаты (второй и третий моменты).

Ведь, во-вторых, итоги аукционов показали, что крупные госкорпорации не будут испытывать проблем с размещением своих облигаций. По всей видимости, это же можно сказать и о планируемых выпусках крупных частных корпораций. Инвесторы стали более четко понимать ценообразование в первом эшелоне, а организаторы готовы будут поддержать аукционы своих эмитентов всеми имеющимися у них средствами.

На вторичный рынок бумаги Россельхозбанка и ВТБ 24 вышли по ценам выше номинала. Объемы и количество сделок говорят о том, что рынок признал аукционные ставки как рыночные вне зависимости от того, как реально распределились объемы выпусков госбанков по итогам аукционов.

И третий момент: ликвидности на всех эмитентов до конца года не хватит. Крупные игроки будут аккумулировать средства для поддержки своих VIP-клиентов, которым они не могут просто отказать. Даже если один из потенциальных центров ликвидности в системе — ВТБ — активно прибегает к внешним источникам (еврозаймы, кредиты ЦБ и т.п.), то это о многом говорит. Найти же хороший спрос независимых инвесторов в бумагах второго и тем более третьего и далее эшелонов очень непросто. Процесс переоценки рисков в этих сегментах еще продолжается, что подтвердили другие прошедшие в октябре размещения корпоративных эмитентов. Кроме аукционов ВТБ 24 и Россельхозбанка, в октябре было еще четыре аукциона (другие размещались на внебирже или в РПС).

На рынке госбумаг без изменений. Аукцион по доразмещению ОФЗ серии 26199 на 6 млрд руб. прошел почти как сентябрьские аукционы по доразмещению ОФЗ серий 46018 и 46020 общим объемом 39 млрд руб. При большой переподписке финансовое ведомство разместило облигации на номинальную сумму более 2.3 млрд руб. Заявки отсекались по самой минимальной цене с доходностью 6.32% годовых без премии к рынку.

Стратегия Минфина РФ стала более понятной. Финансовое ведомство Алексея Кудрина не заинтересовано в увеличении объема госбумаг на нестабильном рынке и сигнализирует рынку, какой уровень ставок на рынке ОФЗ считает приемлемым. Стратегия выбрана правильная с учетом того, что в конце года ожидается несколько размещений близких к государству корпораций, и создавать им конкуренцию в условиях дефицита денежных средств нелогично. Просто отменить аукционы нельзя, так как до этого ведомство долго билось за увеличение программы заимствований, и отмена аукционов означала бы, что бились впустую. Более того, обозначая уровень доходности на аукционах, Минфин задает некоторый ориентир для бумаг госкорпораций.

Россия, 26199

Размещение: 17.10.2007
Объем: 6 млрд руб.
Купон: 6.1%
Погашение: 11.07.2012
Цена отсечения: 99.691%
Доходность: 6.32%

33 дилера, принявших участие в аукционе, подали заявки на 19.652 млрд руб. по номиналу с предполагаемой ценой в диапазоне 96.1–99.691% от номинала. Минимальная цена удовлетворенных конкурентных заявок составила 99.691%. Конкурентные заявки удовлетворены на номинальную сумму 100 млн руб. Средневзвешенная цена составила 99.691%. По этой цене были удовлетворены неконкурентные заявки на сумму 2.203 млрд руб. Доходность выпуска составила 6.32% годовых.

Россельхозбанк, 4

Размещение: 10.10.2007
Объем: 10 млрд руб.
Погашение: 05.10.2011
Оферта: 10.10.2008
Купон: 8.2%
Доходность: 8.37%
Рейтинги: --/Baa2/BBB+
Организатор: ВТБ
Отрасль:
банки и финансовые организации
Регион: Москва

В ходе аукциона были поданы 62 заявки инвесторов суммарным объемом 13.21 мдрд руб. Основная масса заявок была со ставкой в диапазоне 8.15–8.25% годовых. Весь облигационный выпуск был реализован в первый день размещения, в том числе 1.72 млн бумаг в ходе доразмещения на вечерней сессии. Удовлетворены 32 заявки.

Синдикат:
Стратегический партнер и соорганизатор: Citigroup
Стратегический партнер: Merrill Lynch

ВТБ 24, 1

Размещение: 10.10.2007
Объем: 6 млрд руб.
Погашение: 05.10.2011
Оферта: 10.10.2008
Купон: 8.2%
Доходность: 8.37%
Рейтинги: BBB+/Baa2/BBB+
Организатор: ВТБ
Отрасль:
банки и финансовые организации
Регион: Москва

В ходе аукциона было подано 40 заявок инвесторов суммарным объемом 9.445 млрд руб. с предполагаемой ставкой купона в диапазоне 8.0–8.5% годовых. Удовлетворено 25 заявок.

«Национальный капитал», 1

Размещение: 02.10.2007
Объем: 3 млрд руб.
Погашение: 25.09.2012
Оферта: 09.10.2008
Купон: 9.5%
Внебиржевое размещение
Организатор: ТрансКредитБанк
Отрасль:
банки и финансовые организации
Регион: Москва

В перспективе планируется вывести бумаги на торговую площадку ММВБ.

«Ханты-Мансийск СтройРесурс», 1

Размещение: 17.10.2007
Объем: 3 млрд руб.
Погашение: 13.10.2010
Оферта: 29.04.2009
Купон: 13%
Доходность: 13.42%
Организатор: ИК «Еврофинансы»
Поручительство:
ЗАО «ЮграИнвестСтройПроект»
Комфортное письмо:
Ханты-Мансийский НПФ
Отрасль: строительство и девелопмент
Регион: ХМАО-Югра

В ходе аукциона было подано 48 заявок инвесторов. Удовлетворены 44 заявки.

Выпуск размещен по верхней границе ориентировочного диапазона ставки купона — 12–13% годовых.

Синдикат:
Соорганизаторы: «РЕГИОН», ТрансКредитБанк, НОМОС-БАНК
Андеррайтер: ИФД «КапиталЪ»

МИА, 4 ипотечные

Размещение: 11.10.2007
Объем: 2 млрд руб.
Погашение: 01.10.2015
Оферта: 22.10.2009
Купон: 9%
Доходность: 9.75%
Рейтинги: --/Ba2/--.
Организатор: Банк Москвы
Отрасль:
банки и финансовые организации
Регион: Москва

Выпуск размещен по верхней границе ориентировочного диапазона ставки купона — 8.5–9% годовых.

Банк ТКС, 1

Начало размещения: 23.10.2007
Объем: 1.5 млрд руб.
Погашение: 22.10.2010
Оферта: 23.10.2008
Купон: 18%
Доходность: 18.81%
Организаторы:
«КИТ Финанс», Дойче Банк
Отрасль:
банки и финансовые организации
Регион: Москва

В первый день размещения было заключено 17 сделок на сумму 272.546 млн руб.

На момент сдачи рубрики итоги размещения в РПС оглашены еще не были.

Стройкорпорация «Элис», 1

Размещение: 11.10.2007
Объем: 500 млн руб.
Погашение: 05.04.2012
Оферта: 09.04.2009
Купон: 12.6%
Доходность: 13%
Организатор:
Северо-Западный Сбербанк
Отрасль:
строительство и девелопмент
Регион: Санкт-Петербург

В ходе аукциона на СПВБ было подано 989 заявок инвесторов суммарным объемом 521.365 млн руб. Удовлетворено 985 заявок.

«РФЦ-Лизинг», 2 аморт.

Дата размещения: 24.10.2007
Объем: 130 млн руб.
Погашение: 27.10.2011
Купон: 13%
Доходность: 13.06%
Организатор: РФЦ

Выпуск размещен со всеми заранее известными параметрами по открытой подписке в секции РПС на ММВБ. Заключена одна сделка.

«УКС МФП Центр», 1

Размещение: 10.10.2007
Объем: 300 млн руб.
Погашение: 11.10.2010

Закрытая подписка.