«При демпинговой цене контракта эмитенту нужно быть готовым к размещению с премией»

КРУГЛЫЙ СТОЛ ЗАЕМЩИКОВ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНОГО ДОЛГА

По просьбе Cbonds Review представители крупнейших регионов-заемщиков оценили свои достижения на рынке регионального долга в 2013 году, обсудили необходимые регулятивные изменения, которые могут заставить сектор субфедеральных заимствований работать эффективнее, а также порассуждали об издержках нулевых комиссий, преимуществах аукциона перед букбилдингом и о том, можно ли заставить организатора работать в интересах эмитента.

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ ТЕКУЩУЮ СИТУАЦИЮ НА РЫНКЕ СУБФЕДЕРАЛЬНОГО ДОЛГА? НАСКОЛЬКО КОМФОРТНА СЛОЖИВШАЯСЯ КОНЪЮНКТУРА ДЛЯ РЕГИОНОВ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ВЫХОДА НА ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ДОЛГА?

Владимир Якимов, руководитель управления государственного долга и финансовых рынков министерства управления финансами Самарской области

– Макроэкономическая ситуация в России непростая. В третьем квартале 2013 года темпы роста российской экономики оказались практически нулевыми.

В то же время благодаря достаточно стабильной ситуации с ликвидностью и несмотря на некоторую волатильность, обусловленную внешними факторами, ситуация на рынке субфедерального долга стабильна. Уровень ставок комфортен для эмитентов, большинство размещений находит значительный рыночный спрос, что позволяет добиваться снижения стоимости долга. Количество и объем проходящих размещений говорят сами за себя: конъюнктура в данный момент вполне благоприятна для успешного привлечения публичного долга.

Рида Субханулова, министр финансов Республики Башкортостан

– В течение года отмечалась нестабильная ситуация на рынке субфедерального долга. Об этом свидетельствуют разные результаты размещения облигаций субъектов РФ как по уровню ставок, так и спросу со стороны инвесторов. При этом следует отметить, что уровень ставок по облигациям значительно ниже ставок по банковским кредитам.

В момент выхода на рынок Республики Башкортостан сложилась благоприятная конъюнктура. Это позволило нам разместить облигации в объеме 5 млрд руб. сроком на семь лет по ставке купона — 7.75%. Для сравнения: в июне по результатам открытого аукциона мы привлекли банковский кредит в Сбербанке на срок до пяти лет под 8.6% годовых.

Эдуард Батанов, председатель комитета финансов Санкт–Петербурга

– Конъюнктура комфортна для выхода на рынок с новыми заимствованиями, но в силу нынешней высокой чувствительности рынка субфедеральных заимствований к волатильности на мировых площадках и слабых показателей социально-экономического развития в стране я не уверен, что такая ситуация может продлиться достаточно долго.

Михаил Сергейчик, помощник начальника департамента финансов Томской области

– Текущая ситуация для эмитентов достаточно комфортная. Ставки по отношению к G-кривой находятся для большинства субъектов РФ на привлекательных уровнях. Рынок начал принимать размещение облигационных займов со сроком более пяти лет, что в условиях роста государственного долга по большинству регионов РФ является важным фактом, позволяющим несколько скорректировать займы на более долгом горизонте планирования. Тем не менее возникающие колебания рынка не позволяют со 100-процентной уверенностью говорить о постоянно существующей благоприятной конъюнктуре. Главное — правильно выбрать время для размещения на рынке. Тут важна слаженная работа организатора займа и эмитента.

Алексей Долгов, первый заместитель директора департамента финансов Ярославской области

– В текущем году наблюдалась нестабильная ситуация на рынке субфедеральных облигаций, связанная в том числе и с внешними рисками. Поскольку такое положение затрудняет для эмитента выбор момента выхода на рынок, то эффективность размещения облигационного займа во многом зависит от профессионализма генерального агента (организатора), а также оперативной работы самого эмитента.

Уровень доходностей, сложившийся по результатам прошедших размещений субфедеральных облигаций, в текущем году ниже уровня 2012 года, при этом я бы отметил удлинение сроков обращения размещаемых выпусков.

КАК ИЗМЕНИЛАСЬ ДОЛГОВАЯ ПОЛИТИКА РЕГИОНА ПОСЛЕ СОКРАЩЕНИЯ БЮДЖЕТНОГО КРЕДИТОВАНИЯ СУБЪЕКТОВ РФ? КАКОВЫ ОСНОВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ РАСХОДОВ?

Рида Субханулова

– В структуре государственного долга Республики Башкортостан происходит постепенное замещение бюджетных кредитов рыночными заимствованиями (привлечение банковских кредитов, выпуск ценных бумаг). В настоящее время в структуре государственного долга Башкортостана коммерческие заимствования составляют 73%, бюджетные кредиты — 24.6%. Основными источниками финансирования расходов бюджета по-прежнему являются налоговые и неналоговые доходы и безвозмездные поступления.

Владимир Якимов

– Доля бюджетных кредитов в общем объеме государственного долга Самарской области незначительна. Долговая политика региона всегда была направлена на привлечение долгосрочных рыночных заимствований для покрытия дефицита бюджета. В составе заемных источников финансирования дефицита областного бюджета основную долю занимают средства от размещения облигационных займов.

Эдуард Батанов

– Сокращение бюджетного кредитования регионов могло бы отразиться на долговой политике Санкт-Петербурга, если бы город осуществлял заимствования в этом году. Но уже сейчас очевидно, что заемные средства до конца года нам не потребуются.

Конечно, при планировании государственных заимствований на этот год мы

в качестве основного источника заемных средств заложили государственные облигации Санкт-Петербурга. По кредитам из бюджета Российской Федерации у нас лишь погашение да выплата процентов.

Михаил Сергейчик

– Бюджет Томской области никогда не находился на игле льготного кредитования с помощью бюджетных кредитов. Поэтому сокращение программы бюджетного кредитования Министерством финансов РФ практически никак не отразилось на долговой политике региона. Все последние годы мы были сторонниками привлечения рыночных заимствований (банковских кредитов и облигационных займов) на лучших условиях на паритетной основе. Облигационные займы в структуре государственного долга Томской области выполняют стабилизирующую функцию, кредиты коммерческих банков позволяют управлять текущей ликвидностью бюджета. Нам кажется это наиболее удобной формой управления долгом.

Алексей Долгов

– Бюджетные кредиты из федерального бюджета не являются для нашей области основным источником финансирования дефицита бюджета, поэтому в связи с сокращением бюджетного кредитования регионов долговая политика области не изменилась. Основными источниками финансирования дефицита бюджета являются государственные ценные бумаги и кредиты банков.

КАКИЕ РЕГУЛЯТИВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ НУЖНЫ СЕГМЕНТУ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ?

Рида Субханулова

– Следует отказаться от проведения «инфраструктурных» аукционов по выбору биржи и депозитария ввиду того, что Московская биржа и НРД фактически являются единственными поставщиками соответствующих услуг.

Владимир Якимов

– На наш взгляд, необходимо отменить аукционные процедуры по выбору биржи и депозитария, фактически проведение данных отборов является формальностью, так как единственными организациями, способными оказать перечень соответствующих услуг при размещении субфедеральных облигаций, являются НКО «ЗАО «НРД» и ЗАО «Фондовая биржа ММВБ».

Игорь Оленин, начальник управления финансовых активов и финансовых обязательств комитета финансов Санкт–Петербурга

– Нужны единые стандарты эмиссии государственных и муниципальных облигаций в виде документа. Сейчас каждый пишет документы как сложилось, оглядываясь на других и опираясь на устоявшиеся догмы. Часто одни и те же ошибки не проходят в Минфине. Нет единой терминологии и так далее. От этого нет пользы ни эмитентам, ни инвесторам, особенно иностранным.

Нужна концепция «единого окна» при размещении малых займов. Муниципалитетов много, но они все небольшие — потребности на десятки, максимум сотни миллионов рублей. Мегаорганизаторам они не интересны.

Чтобы эмитировать облигации — организатора отбери, биржу отбери, центральный депозитарий отбери. Там и там заплати. Долго, сложно и дорого. Потому и привлекают кредиты.

Эдуард Батанов

– Необходима возможность размещать временно свободные средства бюджетов путем приобретения по сделкам РЕПО облигаций эмитентов, включенных в

Ломбардный список Банка России. Привлекательна возможность отказа от ежегодной регистрации Условий эмиссии и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг в Министерстве финансов Российской Федерации.

Алексей Долгов

– Основные «неэффективности» здесь связаны с действующей системой закупок для государственных и муниципальных нужд, когда регионы вынуждены формально проводить конкурсные процедуры для выбора фондовой биржи и депозитария. При этом, несмотря на неоднократные обращения, эти вопросы не сняты и в новом Федеральном законе «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд».

КАКОВЫ ОСНОВНЫЕ НЕДОСТАТКИ ДЕЙСТВУЮЩЕЙ КОНКУРСНОЙ ПРОЦЕДУРЫ ПО ВЫБОРУ ГЕНЕРАЛЬНОГО АГЕНТА? С КАКИМИ ТРУДНОСТЯМИ ВАМ ПРИХОДИЛОСЬ СТАЛКИВАТЬСЯ?

Игорь Оленин

– А есть достоинства? Мы с трудностями не сталкивались, так как генеральных агентов не привлекаем.

Эдуард Батанов

– Мы отказались от услуг генерального агента еще при организации выпуска государственных облигаций Санкт-Петербурга в 2010 году. У нас нет потребности в организаторе займа, потому и нет трудностей с проведением конкурсной процедуры.

Рида Субханулова

– Конкурсные процедуры позволяют выбрать наиболее опытного организатора облигационного займа. Вместе с тем необходимость соблюдения требований Федерального закона от 21.07.2005 № 94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд» в целом затягивает и усложняет процесс подготовки к размещению облигаций. При этом срок конкурсных процедур может увеличиться в случае направления жалоб в Федеральную антимонопольную службу. В результате может быть упущен благоприятный момент для размещения выпуска.

Владимир Якимов

– Выбор генерального агента в соответствии с нормами действующего законодательства о размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд (Федеральный закон от 21.07.2005 № 94-ФЗ) не вызывает каких-либо трудностей.

В связи с вступлением в силу с 1 января 2014 года Федерального закона от 05.04.2013 № 44-ФЗ «О контрактной системе» в будущем не должно возникать проблем при выборе генерального агента.

Михаил Сергейчик

– Конечно, цена не может являться определяющим фактором при выборе генерального агента. Тут очень много разных связанных между собой элементов, которые подчас невозможно формализовать, но они в конечном итоге играют определяющую роль в эффективности размещения облигаций. Последние размещения облигаций Томской области прошли в комфортных для эмитента условиях. Наверняка также могут ответить большинство регионов-эмитентов облигаций по поводу своих размещений.

Алексей Долгов

– Действующий Федеральный закон «О размещении заказов на поставки товаров, выполнении работ, оказании услуг для государственных и муниципальных нужд» ориентирован в первую очередь на стоимость закупаемой услуги. Высокая доля ценового критерия не позволяет

в полной мере оценить качественные характеристики, отсюда и демпинговые цены по результатам конкурсных процедур на оказание услуг генеральных агентов (организаторов). Основные трудности при проведении подобных конкурсов связаны с определением начальной (максимальной) цены контракта и выбором критериев для оценки. В настоящее время практически все субфедеральные заемщики используют для оценки участников конкурсов данные ренкингов Cbonds.

БУКБИЛДИНГ ИЛИ АУКЦИОН? КАКОВЫ ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ЭТИХ ФОРМАТОВ РАЗМЕЩЕНИЙ ДЛЯ ЭМИТЕНТА?

Эдуард Батанов

– Мы испробовали все и пришли к выводу, что аукцион как формат размещения нового выпуска облигаций, пожалуй, лучше. Это отработанный временем рыночный механизм размещения. При хорошо проделанной работе с потенциальными инвесторами и правильном выборе торговой площадки успешные итоги размещения на аукционе гарантированы.

Рида Субханулова

– Решение о выборе формата размещения принимается с учетом рекомендаций генерального агента, а также ситуации на фондовом рынке. При относительной стабильности рынка — конкурс, в ином случае — букбилдинг.

Владимир Якимов

– По нашему мнению, приоритетность в выборе одной из форм размещения зависит от рыночной конъюнктуры на момент размещения облигаций. Преимущества букбилдинга выявляются на нестабильном рынке, а аукцион показывает хорошие результаты при благоприятных рыночных условиях.

Игорь Оленин

– При правильной подготовке и желании работать на результат у аукциона недостатков нет. А про букбилдинг мне еще бабушка рассказывала, но тогда ни Интернета не было, ни высоких технологий. В двадцать первом веке букбилдинг — это архаизм, который удобен организаторам, а эмитенты сами думать не хотят, да и МФЦ ничего внятного эмитентам пока предложить не может.

Михаил Сергейчик

– Томская область всегда проводила рыночные размещения своих облигаций на аукционе (по цене или по купону). В текущем году, в ходе доразмещения прошлогоднего облигационного займа, мы использовали технологию букбилдинга, собрав заявки, которые более чем в пять раз превышали объем выпуска облигаций. Тем не менее размещение нового займа, запланированное до конца текущего года, также пройдет в форме аукциона на бирже.

Алексей Долгов

– Ярославская область имеет достаточно большой опыт организации облигационных займов, и в своей практике мы использовали различные способы размещения: конкурс по определению ставки купона, аукцион по определению цены размещения и адресные заявки (букбилдинг).

У каждого из способов есть свои преимущества и недостатки. При стабильной ситуации наиболее эффективен конкурс (аукцион), преимущества букбилдинга проявляются на нестабильном рынке, поскольку этот способ не требует предварительного депонирования денежных средств и более гибок по датам открытия и закрытия книги заявок.

При размещении путем проведения конкурса (аукциона), когда через электронные заявки формируется реестр, эмитент, определяя ставку (цену), уже понимает, какой объем средств он может привлечь.

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ ИТОГИ РАЗМЕЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ В ЭТОМ ГОДУ И ПЛАНИРУЕТЕ ЛИ ВЫХОДИТЬ НА РЫНОК В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ ИЛИ, НАОБОРОТ, ВЫКУПАТЬ ОБЛИГАЦИИ С РЫНКА? НА КАКИЕ БЕНЧМАРКИ ОРИЕНТИРОВАЛИСЬ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ?

Рида Субханулова

– Размещение государственных облигаций Республики Башкортостан 2013 года прошло успешно. Условиями выпуска выкуп облигаций не предусмотрен.

В 2014 году планируется выпуск государственного облигационного займа Республики Башкортостан в сумме 6 млрд руб.

Алексей Долгов

– В июле текущего года состоялся выпуск государственных облигаций Ярославской области. Размещение облигаций прошло в форме конкурса по определению ставки первого купона. В этом году объем займа был увеличен до 5 млрд руб., срок обращения облигаций составил пять лет. Размещение мы оцениваем как успешное. В ходе конкурса было подано 73 заявки инвесторов общим объемом 11.9 млрд руб. Средняя ставка купонного дохода по займу составила 7.85% годовых, эффективная доходность к погашению по займу — 8.24% годовых. Генеральным агентом займа выступает ЗАО «Сбербанк КИБ».

Для нас является принципиальной позицией не привлекать заемные средства по любой цене, поэтому при размещении мы прислушиваемся к рекомендациям генерального агента и ориентируемся в первую очередь на прошедшие размещения облигаций субъектов РФ с аналогичным кредитным качеством.

В следующем году мы также планируем выходить на рынок и уже начали подготовительную организационную работу, связанную с проведением соответствующих конкурсных процедур.

Владимир Якимов

– Размещение облигаций Самарской области в 2013 году можно считать эффективным, так как ставка, сложившаяся по итогам размещения, ниже среднерыночной доходности субъектов РФ, имеющих аналогичные с Самарской областью кредитные рейтинги. Проектом Закона Самарской области «Об областном бюджете на 2014 год и на плановый период 2015–2016 годов» предусмотрен ежегодный выпуск государственных облигаций Самарской области. При размещении мы ориентируемся на текущее состояние рынка и величину доходности, которая будет комфортна для областного бюджета с точки зрения расходов на обслуживание государственного долга.

Игорь Оленин

– В этом году Санкт-Петербург не размещался и уже не будет. В следующем году планируем выходить на рынок. Выкуп возможен в этом году, если будут свободные деньги. Для нас бенчмарков не много: ОФЗ и Москва.

Михаил Сергейчик

– Размещение нового облигационного займа Томской области до конца года точно состоится, мы сейчас находимся на этапе подготовки. Об объеме пока говорить рано, так как все будет зависеть от потребности бюджета, которая сложится к концу текущего года. При размещении, конечно, ориентируемся на ставки доходности по собственным бумагам, которые обращаются на бирже, на доходность облигаций эмитентов, имеющих сходный с нами рейтинг, а также на текущее поведение ОФЗ с соответствующей дюрацией.

ДЛЯ НАС ЯВЛЯЕТСЯ ПРИНЦИПИАЛЬНОЙ ПОЗИЦИЕЙ НЕ ПРИВЛЕКАТЬ ЗАЕМНЫЕ СРЕДСТВА ПО ЛЮБОЙ ЦЕНЕ

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ ЭФФЕКТИВНОСТЬ РАБОТЫ ОРГАНИЗАТОРОВ В ХОДЕ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ, А ТАКЖЕ КАЧЕСТВО ПОДДЕРЖКИ ВЫПУСКОВ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ?

Владимир Якимов

– По итогам конкурсов по выбору генерального агента при размещении государственных облигаций Самарской области победителями ежегодно становятся лидеры данного сегмента рынка, что изначально говорит об их профессионализме и эффективности работы.

Эдуард Батанов

– Моя позиция такова: обращаться к сторонним специалистам стоит только в том случае, если эффективность и качество выполнения ими работы выше, чем если бы этой деятельностью занимался сам заемщик. В настоящее время совмещение организатором займа нескольких функций влечет за собой возникновение рисков конфликта интересов эмитента и организатора займа, что не всегда позволяет инвестиционному банку полностью удовлетворять ожидания и потребности именно эмитента.

Михаил Сергейчик

– Для нас очень важно продолжение активного взаимодействия с организатором займа и после проведения первичного размещения. С этой целью существенный акцент в государственном контракте сделан на работу на вторичном рынке с долговыми обязательствами Томской области. Есть некоторая сложность: в настоящее время облигационные займы достаточно длинные, при этом организатор получает большую часть своего вознаграждения именно при первичном размещении. И как сделать так, чтобы организатору было интересно работать с займом в течение всего срока его обращения, — задача, которую каждый эмитент решает самостоятельно.

Игорь Оленин

– Мое мнение может не совпадать не только с «мнением редакции», но и с мнением всего рынка. Эффективность работы организаторов для меня, возможно, повысится, когда эмитенты начнут говорить, что они действительно чувствуют и видят: организатор работает на них.

Алексей Долгов

– Эффективность работы генеральных агентов (организаторов) на рынке субфедеральных облигаций целесообразно оценивать по результатам первичного размещения, поскольку от них зависит стоимость заимствований и объем расходов на обслуживание займа.

Поддержка на вторичном рынке, безусловно, нужна, но она в меньшей степени интересует эмитента.

НУЛЕВЫЕ КОМИССИИ ОРГАНИЗАТОРОВ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ – ЭТО ПРИМЕР НЕЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА? ВЫХОДИТ, ЧТО ОРГАНИЗАТОР ИЗНАЧАЛЬНО ОРИЕНТИРУЕТ ЭМИТЕНТА НА РАЗМЕЩЕНИЕ С ПРЕМИЕЙ?

Михаил Сергейчик

– Понятно, что услуги не могут стоить ноль рублей. Поэтому в истории взаимоотношений Томской области и организатора облигационного займа мы всегда старались играть на прозрачных и понятных условиях: есть комиссия организатора, есть реальная рыночная доходность наших облигаций при размещении.

Владимир Якимов

– Работа генерального агента при размещении субфедерального облигационного займа с нулевым вознаграждением приводит к тому, что эмитент не получает рыночную оценку собственных долговых обязательств, которая включает в себя стоимость услуг организатора.

Самарская область, разместив девять облигационных займов, руководствуется принципом включения стоимости затрат генерального агента исключительно в официальное комиссионное вознаграждение, что является залогом эффективного размещения облигаций.

Рида Субханулова

– В соответствии с государственным контрактом, заключенным по итогам открытого конкурса, вознаграждение генерального агента в текущем году составило 2 млн руб. Стоимость услуг эмитента определяется в соответствии с требованиями Федерального закона от 21.07.2005 № 94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд».

Эдуард Батанов

– А я бы сказал, что это попытка организатора привлечь заемщика «сладкими речами», а потом уж заработать на заемщике, действуя при организации займа скорее в своих интересах, но не в интересах заемщика. Разница между предварительной оценкой доходности, которая сознательно завышается организатором, и фактической доходностью размещения как стимул или критерий оценки эффективности деятельности организатора в данном случае не работает.

Игорь Оленин

– Это пример слепоты эмитентов, полагающих, что дешево купили. Это дань ситуации. Все худо-бедно знают, как отобрать организатора, но мало кто знает, как заставить его работать на свои интересы. Ноль, рубль или пять — не важно сколько. Организаторы свое все равно заработают.

Алексей Долгов

– Минимальные комиссии — это следствие несовершенства действующего законодательства, а именно высокой доли цены контракта в критериях оценки. Я считаю, что при демпинговой цене контракта эмитенту нужно быть готовым к размещению с премией или неполному размещению. В нашей практике еще не было контрактов с ценой 0.01 руб.

M&A КОНГРЕСС

IV Российский M&A Конгресс

21 ноября 2013 года, Москва, «Новотель Москва Центр»

Организаторы:

Cbonds congress

mergers.ru СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ В РОССИИ

Партнер:

Промсвязьбанк

Партнеры секций:

ЗДАС АДВОКАТСКОЕ БЮРО основано в 1990

Baker & McKenzie

O2 консалтинг

Программа, спонсорство:
Юрий Игнатишин
Тел.: +7 (812) 336-97-21 *232
E-mail: ignatishin@mergers.ru

Участие:
Елена Мокрицкая
Тел.: +7 (812) 336-97-21 *104
E-mail: elena@cbonds.info

www.cbonds-congress.com www.mergers.ru

Шесть основных причин посетить конференцию

1. Активность государства: вынужденная мера или рыночная позиция
2. Ключевые игроки рынка за одним столом
3. Опыт непосредственных участников сделок
4. Роль M&A в стратегии развития компании
5. Работа с непрофильными активами
6. Награждение лучших участников рынка в рамках Russia Mergers & Acquisitions Awards