# «Рынок ждут непростые времена. Будет интересно посмотреть на него через три года»

## КРУГЛЫЙ СТОЛ БАНКОВ — ОРГАНИЗАТОРОВ РАЗМЕЩЕНИЙ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

По просьбе Cbonds Review представители ведущих инвестиционных команд на рынке организации размещений долговых инструментов обсудили предварительные итоги года, а также порассуждали на главные темы, волнующие всех участников рынка, включая «нерыночность» сделок, расстановку сил в сегменте первичных размещений, смену бизнес-модели, выбор актуальных инструментов, приносящих прибыль, а также принципы работы с клиентами.

### НАСКОЛЬКО ИЗМЕНИЛСЯ ОБЛИК РОССИЙСКОГО ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКОГО БИЗНЕСА ЗА ЭТОТ ГОД?

**Олег Корнилов,** исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

– На наш взгляд, рынок организаторов продолжил консолидацию, число активных игроков на нем из года в год сокращается. Конкуренция, конечно же, очень высокая, но мы видим, что прекратился откровенный ценовой демпинг со стороны участников рынка и начала складываться определенная практика по комиссиям, в том числе и за андеррайтинг. Стопроцентно подписанные сделки, скорее, уходят в прошлое (либо ценообразование по ним строится на базе all-in costs, как по кредитам), в основном предусматривается минимальная доля рыночного спроса, при котором размещается выпуск.

Хотелось бы отметить большое количество нерыночных выпусков, объем которых сильно растет и существенно искажает картину в ренкингах. В этой связи важным является наличие рейтинга организаторов рыночных сделок, который очень объективно рассчитывает агентство Cbonds.

**Алексей Коночкин,** заместитель руководителя управления рынков долгового капитала, «ВТБ Капитал»

– Уходящий год — сложный, нам пришлось столкнуться с санкциями, ограничивающими привлечение капитала для ряда крупнейших заемщиков, ростом дефицита ликвидности, обесценением рубля, повышением уровня инфляции. Усиление волатильности серьезно повлияло на активность рыночных игроков, рост процентных ставок стал неприятным сюрпризом для эмитентов, аналитики давали самые разные, но в целом довольно мрачные прогнозы. Объемы первичных размещений резко снизились. В условиях сжатия бизнеса эмитенты были вынуждены пересматривать свои инвестиционные программы.

**Михаил Автухов,** управляющий директор, ИБ «ОТКРЫТИЕ Капитал», вице–президент, директор департамента рынков капитала, банк «ФК Открытие»

– Рынок долгового капитала в этом году сильно изменился. Заметно уменьшилось число активных игроков. От силы наберется десяток инвестбанков, которые с приемлемой периодичностью делали сделки для своих клиентов. Некоторые сильные игроки ушли с рынка и не смогли обеспечить прибыльность и целесообразность сохранения данного направления в текущих довольно жестких условиях.

**Антон Кирюхин,**
директор департамента рынков долгового капитала, РОСБАНК

– Рынок услуг по размещению облигаций в целом логически развивается в тренде последних лет. Он продолжает структурироваться и консолидироваться, его покидает ряд участников. Это здоровый процесс. При этом кризисные явления всегда открывают новые ниши и увеличивают ценность сложных структурных решений под клиента.

**Алексей Кузнецов,** председатель совета директоров, БК «РЕГИОН»

– Облик российского инвестиционно-банковского бизнеса в текущем году претерпел существенные изменения, что обусловлено как количественным сокращением самого рынка этих услуг, так и сменой состава эмитентов и инвесторов. Так, объем первичных размещений рублевых облигаций за 10 месяцев 2014 года снизился, по нашим оценкам, примерно на 40% по сравнению с показателями за аналогичный период прошлого года. При этом на рынке можно выделить публичные размещения (для относительно ликвидных бумаг первого эшелона) и частные выпуски среди ограниченного круга инвесторов. Рынок евробондов в этом году фактически был закрыт, и очевидно, что в ближайшее время он вряд ли откроется.

**Кирилл Копелович,**
начальник инвестиционного департамента, банк «ЗЕНИТ»

– 2014 год стал одним из самых сложных в истории российского рынка облигаций. И самым тяжелым с 2008 года. Целый ряд внешних ударов в геополитической (Украина) и экономической (повышение ключевых ставок в России, сворачивание QE в США и падение цен на нефть, тенденции в российской экономике в целом) сферах спровоцировал не только рост рыночных процентных ставок, но и негативный настрой инвесторов, в первую очередь в секторе первичных размещений. В результате мы наблюдаем сужение спектра эмитентов, которым первичный рынок еще доступен, и рост ставок по новым выпускам для всех эшелонов.

## КАКАЯ МОДЕЛЬ БИЗНЕСА ЯВЛЯЕТСЯ СЕГОДНЯ САМОЙ ЖИЗНЕСПОСОБНОЙ?

**Алексей Коночкин**

– Во все времена, а особенно в периоды высокой турбулентности наиболее выигрышной является наилучшим образом сбалансированная и устойчивая модель. Выигрывают те, кто предоставляет самое лучшее качество услуг, имеет хорошо диверсифицированный бизнес, принимает на себя разумные риски, имеет эффективную команду специалистов и контролирует затраты на ее содержание.

**Олег Корнилов**

– Принцип универсальности банка может быть применим и к инвестиционно-банковскому подразделению. У нас нет ограничений на характер сделок с облигациями: это работа на первичном рынке, организация финансирования и прохождения оферт, структурированные сделки, секьюритизация, облигации с плавающими ставками и прочее. Конечно же, не могу не упомянуть о нашем коньке — реструктуризации выпусков облигаций, а также организации выпусков еврооблигаций и синдицированном кредитовании.

**Михаил Автухов**

– Наиболее профессиональные, активные и компактные команды смогли сохранить высокую эффективность, хотя я сомневаюсь, что результат соответствует ожиданиям этого

года. Госбанки и крупные холдинги находятся в несколько более выигрышном положении. Небольшим инвесткомпаниям и остальным игрокам приходится очень тяжело. Бизнес необходимо перестраивать на бегу, тратить очень много сил на анализ ситуации, поиск и реализацию верной стратегии дальнейшего развития, а порой и выживания.

**Антон Кирюхин**

— Наиболее жизнеспособная модель во все времена — следовать за потребностями клиента. И не так важно, какой у банка размер баланса и насколько велика команда. Если брать рынок DCM-услуг, на рынке превалируют крупные банки, обслуживающие корпоративных клиентов по всему спектру банковских продуктов, так называемые relationship банки. Организация выпуска облигаций для таких игроков — дополнительный, но крайне важный продукт в линейке. Возможность получить мандат для банка со стороны, не имея устойчивых отношений с корпоративным клиентом, стремится к нулю, особенно это касается заемщиков первого эшелона. При этом доля крупнейших заемщиков с высокими рейтингами в 2014 году продолжила расти. Второй относительно успешной моделью в последние годы стал бизнес компаний, имеющих существенное присутствие на рынке управления активами. Такие игроки делали в 2014 году большое количество частных размещений специально для портфелей, которыми управляют аффилированные с ними структуры.

**Алексей Кузнецов**

— В течение текущего года моментов для удачного размещения новых облигаций было относительно немного, а периоды благоприятной конъюнктуры были достаточно короткими. Поэтому в эпоху высокой волатильности приоритетом является скорость и адекватность принятия решений.

**Кирилл Копелович**

— С одной стороны, наиболее уверенно чувствуют себя крупнейшие игроки. Рынки остаются относительно открытыми для заемщиков первого эшелона. И почти все они сфокусированы на работе с крупнейшими игроками рынка (топ-7 по версии Cbonds).

Однако мы не считаем, что организаторам второй группы пора ставить крест на данном бизнес-направлении. В определенной степени продолжает функционировать рынок оферт и вторичных размещений. Сейчас время сохранять и укреплять контакты по всем эшелонам. В том числе, пока рынок сложный, расширять сотрудничество с эмитентами по другим банковским продуктам.

## ИЗМЕНИЛСЯ ЛИ ПРОФИЛЬ КЛИЕНТА ИНВЕСТБАНКОВСКОЙ ОТРАСЛИ? КАКИЕ У НЕГО ТРЕБОВАНИЯ?

**Алексей Коночкин**

— В целом профиль заемщиков не изменился. Эмитентам по-прежнему нужен публичный рынок заимствований как альтернатива банковскому кредитованию. Думаю, будущий год покажет рост интереса заемщиков к внутреннему долговому рынку на фоне сложностей с размещением облигаций на международных площадках.

Наряду с традиционными для нашего рынка эмитентами, мы отмечаем значительный рост интереса к нему со стороны инфраструктурных компаний, что обусловлено государственной поддержкой разнообразных инфраструктурных проектов.

**Олег Корнилов**

— Принципиальных изменений, конечно же, нет. Скорее, меняется формат рынка, сегодня это рынок инвесторов, у которых есть свои предпочтения по отраслям и срочности сделок. Важным является нагрузка на капитал, что заметно усложняет жизнь эмитентам с рейтингами BB+ и ниже.

**Михаил Автухов**

— Потребности клиентов не претерпели изменений, все они по-прежнему хотят успешных сделок. Однако рынок и многие инвестдома не могут им это обеспечить. Значительно выросла роль организатора, серьезно повы-

сились требования к самому эмитенту. На протяжении всего года заметна тенденция ухода инвесторов в качество. Что касается эмитентов, то те, кто готов был оперативно принимать непростые решения, оказались в выигрыше на фоне очень нестабильного рынка.

### Антон Кирюхин

– Уже несколько лет растет доля крупнейших, высоко рейтинговых заемщиков, а менее крупные компании выбирают другие источники финансирования. Это в целом соответствует тенденциям развития большинства рынков облигаций в мире. Крупнейшие заемщики предъявляют банкам самые высокие требования: профессионализм команды, необходимость неукоснительно выполнять взятые на себя обязательства, репутация, гибкость, возможность предлагать ряд финансовых решений на выбор и опять же наличие долгосрочных партнерских отношений между клиентом и банком.

### Алексей Кузнецов

– Профиль клиента для нас точно изменился. «РЕГИОН» вышел на рынок размещения бумаг эмитентов первого эшелона. Работать стало сложнее, но интереснее. Сегодня преимуществом обладают динамичные команды, сумевшие быстрее отреагировать на новые реалии.

### Кирилл Копелович

– Профиль клиента изменился частично и, надеюсь, временно. В 2014 году, особенно во второй его половине, рынок «призакрылся» для небольших эмитентов с уровнем рейтинга ниже BB. А вот требования, по нашим оценкам, с прошлого года кардинально не изменились. Все так же требуется побольше размер гарантии выкупа, поменьше комиссия и пониже ставка купона.

## НАЗОВИТЕ СЛАБЫЕ МЕСТА РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

**Павел Соколов,** соруководитель департамента инвестиционно–банковской деятельности, управляющий директор, Sberbank CIB

– Ключевая проблема российского рынка — отсутствие длинных денег и низкая доля институциональных инвесторов. Львиная доля инвесторов по-прежнему представлена банками, чей инвестиционный горизонт ограничен по объективным причинам, в основном из-за отсутствия длинных пассивов. Рынок не может финансировать реальный сектор экономики годовыми или трехлетними деньгами. Пенсионные деньги должны поступать в отрасли, производящие товары и услуги, а не размещаться на краткосрочных депозитах в банках. То же самое с деньгами ЖКХ: вы ежегодно вносите сумму на капремонт вашего жилого дома, но эти деньги потребуются через 20–25 лет. Все эти средства должны работать на экономику, вкладываться в долгосрочные инвестиционные проекты.

### Олег Корнилов

– Основная проблема — это отсутствие длинных денег, в частности неопределенность с реформой пенси-

онной системы. В то же время следует отметить, что ЦБ и Московская Биржа активно способствуют развитию рынка, в частности, были приняты законы о секьюритизации, планируется введение таких инструментов, как программа облигаций, которая сразу попадет в Ломбардный список, и короткие облигации. Это, безусловно, позволит рынку расти.

**Михаил Автухов**

– Я считаю, что на фоне значительного ухудшения конъюнктуры, закрытия внешних рынков, непростой ситуации в банковской индустрии, пенсионной отрасли некоторые моменты в регулировании можно было бы облегчить. Это позитивно отразилось бы на рынке, дало бы возможность более широко и в больших объемах использовать такой инструмент, как облигации. Прежде всего я говорю о взвешивании активов по уровню риска. В условиях, когда у всей банковской отрасли (а это основной инвестор на рынке) наблюдается недостаток капитала, существующая разница в коэффициенте риска между уровнем BBB и BB, на мой взгляд, является чересчур жесткой. Следует отметить, что сегмент BBB тоже не блещет количеством и разнообразием, и это, безусловно, накладывает заметные ограничения.

**Антон Кирюхин**

– Самое слабое место — это доступные сроки ресурсов, то есть отсутствие аппетита широкого круга инвесторов к долгосрочным вложениям. Здесь много причин, в этом году к ним добавились менее предсказуемая монетарная политика регулятора, а также повышение рыночных рисков на фоне общей волатильности. Рубль как валюта стал объективно менее устойчивым, предсказуемость рублевых ставок, особенно на среднесрочном горизонте, существенно снизилась, поэтому вряд ли стоит ожидать решения данной проблемы в ближайшие годы.

**Алексей Кузнецов**

– Отсутствие длинных денег у российских инвесторов и уход западных инвесторов с российского долгового рынка. При этом в текущем году первая проблема обострилась в связи с замораживанием перечислений пенсионных накоплений граждан в НПФ и УК.

**Кирилл Копелович**

– Низкая ликвидность обращающихся выпусков. Особенно в корпоративном секторе. Также можно отметить пока еще низкий уровень информационной открытости и корпоративного управления эмитентов.

## КАКИЕ ОСНОВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ СЕГОДНЯ ВОСТРЕБОВАНЫ НА РЫНКЕ ДОЛГА?

**Алексей Коночкин**

– В условиях роста процентных ставок обычно пользуются спросом достаточно короткие займы эмитентов с понятным и устойчивым кредитным профилем. Возможно, будут востребованы займы на локальном рынке, номинированные в разных валютах. Разнообразные гибридные инструменты также могут быть интересны определенному кругу инвесторов. Неплохую возможность заработать может предоставить бизнес по реструктуризации ранее выпущенных займов.

БИЗНЕС ПО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ РАНЕЕ ВЫПУЩЕННЫХ ЗАЙМОВ ДАЕТ НЕПЛОХУЮ ВОЗМОЖНОСТЬ ЗАРАБОТАТЬ

**Павел Соколов**

– Рынок по-прежнему любит простые и прозрачные инструменты, без скрытых рисков. Те же банки исторически не готовы покупать сложные продукты, поэтому простое решение — Plain Vanilla — сегодня наиболее востребованный инструмент. К слову, инструмент с плавающей купонной ставкой в первую очередь интересен управляющим компаниям и НПФ, но не банкам. Это не банковский инструмент, а бумага для real money инвесторов.

**Михаил Автухов**

– В кризисные времена, как правило, все довольно просто. Заметно выросли требования к эмитенту. Инвесторы хотят, чтобы у бумаги было два рейтинга инвестиционного уровня, короткая дюрация, высокая ставка, низкий дисконт в ЦБ. По экономической составляющей текущие ставки и возможности рефинансирования дают прекрасную эффективность. Вот только стабильности не хватает.

Сегодня мы развиваем направление секьюритизации активов и уже закрыли ряд сделок. У нас самих, как одного из крупнейших финансовых институтов, есть потребность в данном инструменте. Я считаю, что в текущих условиях для многих заемщиков это единственный доступный вариант привлечения ресурсов.

**Антон Кирюхин**

– Безусловно, наиболее востребованы облигации с двумя инвестиционными рейтингами и относительно короткой дюрацией (до двух лет). Они являются основой нашего бизнеса. Также мы активно развиваем сегмент структурных облигаций, доходность которых привязана к различным рыночным индикаторам.

**Алексей Кузнецов**

– Необходимо отметить существенный рост спроса со стороны инвесторов на бумаги с инвестиционным рейтингом. Важным условием является вхождение займа в Ломбардный список ЦБ (особенно для банков-инвесторов), а также в котировальный список первого (высшего) уровня Московской Биржи (для УК и НПФ). В связи с потребностями в дополнительном капитале появился большой спрос на субординированные займы со стороны банков-эмитентов.

## ВОСТРЕБОВАНЫ ОБЛИГАЦИИ С ДВУМЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ РЕЙТИНГАМИ И ДЮРАЦИЕЙ ДО ДВУХ ЛЕТ

**Кирилл Копелович**

– В целом особых изменений не произошло. Первичные размещения актуальны для первоклассных корпоратов и субфедералов. Большинство прочих заемщиков по мере исполнения оферт борются за сохранение своих облигаций «в рынке». Несколько увеличилась активность на вексельном рынке, дающем возможность инвесторам укоротить среднюю дюрацию портфелей. Комиссии по этим инструментам глобально не отличаются, поэтому фокус сейчас весьма расплывчатый. Ставка на диверсификацию с умеренным уровнем риска.

**Олег Корнилов**

– Сейчас клиентам нужна максимальная гибкость от банков, поэтому мы стараемся предоставить весь возможный инструментарий для реализации их целей.

## ЧТО, ПО ВАШЕМУ МНЕНИЮ, ПРОИЗОЙДЕТ С РОССИЙСКИМ ДОЛГОВЫМ РЫНКОМ В БЛИЖАЙШИЕ ТРИ ГОДА?

### Алексей Коночкин

– Я верю, что мы справимся со всеми трудностями и наш рынок продолжит стабильно работать, ведь его востребованность подтверждена годами и была испытана на прочность не одним кризисом.

### Павел Соколов

– Я бы воздержался от столь долгосрочных прогнозов. Что касается 2015 года, то мы вошли в парадигму высоких процентных ставок на фоне высокой волатильности валютного рынка. Я не жду снижения ставок в следующем году, и на то есть причины. В свете текущих геополитических событий западные рынки закрыты для большинства российских заемщиков, а спрос на заемный капитал будет расти. В связи с этим российский рынок станет ключевым источником финансирования реального сектора экономики наряду с банковским кредитованием. Это объективно отразится как на ставках привлечения заемных средств, так и на уровнях комиссии за организацию облигационных займов. Занимая средства на рынке облигаций, эмитент привлекает фондирование без дополнительного обременения и обеспечения, без ковенант и в большинстве случаев по более низкой ставке по сравнению с банковским кредитом. Но в то же время уровень комиссии за организацию публичного долгового финансирования абсолютно не отражает преимущества привлечения средств на рынке облигаций. В новой рыночной парадигме я ожидаю роста комиссий со стороны банков-организаторов, что, на мой взгляд, совершенно справедливо.

### Олег Корнилов

– Рынок, безусловно, продолжит свое развитие, и я надеюсь, что о кажущемся драматизме текущего года мы будем потом рассказывать интересные истории.

### Михаил Автухов

– Три года — слишком большой горизонт планирования. Могу отметить тенденции. Игроков становится меньше, рынок сложнее, инфраструктурно он продолжает развиваться, у крупных и государственных игроков сохраняется преимущество. Надеюсь, банк «ФК Открытие» возглавит ренкинг Cbonds. Один прогноз точно сбудется: облигационный рынок будет жив!

### Антон Кирюхин

– Внутренний рынок будет функционировать практически при любых сценариях, даже если внешние рынки продолжат оставаться закрытыми. Общий объем рынка будет стабилен, основные группы инвесторов сохранят уровень своих вложений в рублевые облигации, и доля этого инструмента в их активах останется прежней. Полагаю, что объем новых размещений в 2015 году должен увеличиться по отношению к 2014 году, инвесторы получат больше предсказуемости в отношении монетарной политики и движения ставок, а эмитенты адаптируются к новой стоимости заимствований.

### Алексей Кузнецов

– Мне самому будет интересно прочесть это через три года. Представляется, что рынок ждут непростые времена. Но все когда-то заканчивается, и плохое тоже. Мы — оптимисты. Именно сейчас можно занять новые ниши, привлечь новых клиентов.

### Кирилл Копелович

– Едва ли кто-то с уверенностью сможет дать четкий прогноз хотя бы на год. Многое будет зависеть от многочисленных макрофакторов. Хочется верить в умеренный сценарий: относительная стабильность без всплесков и провалов в 2015 году и постепенное восстановление активности в 2016 году.

# ПОЛНАЯ БАЗА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РАЗВИТЫХ РЫНКОВ НА САЙТЕ CBONDS

США

Австралия
и Новая Зеландия

Великобритания

Япония

Западная
Европа

Канада

**25 000** эмиссий | котировки | подробные параметры выпусков

ИНФОРМАЦИОННОЕ АГЕНТСТВО CBONDS

www.cbonds.com

доступно платным подписчикам Cbonds Premium

e-mail: pro@cbonds.info
тел. +7 (812) 336-97-21

реклама