Дарья ВОЛКОВА,
заместитель директора
управления рынков долгового
капитала, «ВТБ Капитал»

Антон РОМАНОВ,
директор управления
рынков долгового капитала,
«ВТБ Капитал»

От ценового демпинга к здоровой конкуренции

НОВОВВЕДЕНИЯ НА РЫНКЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ

Текущий год привнес ряд существенных изменений на рынок субфедеральных и муниципальных заимствований, с одной стороны, облегчив работу по эмиссии облигаций для эмитентов, а с другой, сделав государственные и муниципальные бумаги более привлекательными для инвестора

Так, в дополнение к ранее действовавшим нормативам Центрального банка по отнесению ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных образований к бумагам с низким риском, в 2015 году величина поправочного коэффициента для выпусков, принимаемых в ЦБ РФ в качестве обеспечения по кредитам, была установлена на уровне 0.98. Такой же коэффициент применяется только в отношении евробондов РФ и облигаций микрофинансовых организаций (МФО). При этом облигации наиболее качественных российских заемщиков корпоративного и финансового сектора, имеющих рейтинг BB+ (Ba1) и выше, принимаются в ломбард с поправочным коэффициентом 0,95. Таким образом, облигации любого из 40 эмитентов субфедерального сектора, представленных на локальном долговом рынке в настоящий момент, имеют два существенных преимущества перед эмитентами корпоративного сектора: низкую нагрузку на капитал и низкий ломбардный дисконт, что при прочих равных условиях обеспечивает данным эмитентам существенное преимущество на первичном долговом рынке.

28 апреля 2015 года было утверждено распоряжение Правительства РФ №753-р, в соответствии с которым 45 субъектам, а также муниципалитетам, входящим в указанные субъекты, разрешается проводить отбор агента по первичному размещению облигаций в рамках процедуры, отличной от указанной в Федеральном законе 44-ФЗ. Аналогичная процедура предусмотрена в Министерстве финансов РФ для отбора организаторов еврооблигаций (распоряжение Правительства 364-Р от 13 марта 2014 года). На наш взгляд, это было сделано в целях минимизации рисков

Закрытие книги	Выпуск	Рейтинги эмитента S/M/F	Объем размещения	Срок оферты/ погашения	Купонный период	Маркетинговый диапазон	Итоговая ставка купона/дох-ть размещения	Способ размещения	Спред к ключевой ставке на момент размещения (б.п.)	Спред к ОФЗ на момент размещения (б.п.)	Ключевая ставка	ОФЗ на сопоставимой дюрации
06.10.2015	Новосибирск–35007	BB+/–/–	2 000 000 000	Дюр. 3.2	91 день	YTM 12.85%	Дох.: 12.85%	Букбилдинг	185	196	11	10.89
07.10.2015	Республика Хакасия–35005	–/–/BB	2 000 000 000	Дюр. 2.8	91 день	YTM 14.09–14.48%	Дох.: 12.82%	Букбилдинг	182	207	11	10.75
14.10.2015	Тульская область–34004	–/–/BB	5 000 000 000	Дюр. 2.1	121 день (1 куп.)/91–95 дней (2–12 куп.)/106 дней (13 куп.)	YTM 12.71%	Дох.: 12.71%	Букбилдинг	171	223	11	10.48
21.10.2015	Республика Башкортостан–34010	–/Ba2/–	3 500 000 000	Дюр. 1.5	182 (1, 4 куп.)/91 день (2–3, 5–6 куп.)	–	Дох.: 12.39%	Букбилдинг	139	206	11	10.33
03.11.2015	Красноярский край–34011	BB–/B1/BB+	4 250 000 000	Дюр. 3.2	91 день	YTM не выше 13.32%	Дох.: 12.22%	Конкурс по купону	122	217	11	10.05

Источник: Фондовая биржа ММВБ, Cbonds, расчеты ВТБ Капитал

Таблица 1
Наиболее успешные (с точки зрения доходности) размещения в субфедеральном/муниципальном секторе в 2015 г.

получения недоброкачественных услуг по подготовке и организации выпусков облигаций эмитентами субфедерального сектора. Если посмотреть в прошлое, то можно заметить цикличность процесса отбора организаторов подобных размещений. В 2008–2010 годах в рамках действовавшего на тот момент Федерального закона 94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд» отбор организаторов сводился к обычному аукциону на понижение цены. При этом ни качество, ни опыт, ни финансовая стабильность и характер бизнеса такого участника в расчет не принимались, достаточно было обладать брокерской лицензией. Торг зачастую сводился к ценовому демпингу, при этом иногда происходили занимательные случаи, например последовательное перебивание участником своей собственной цены или торги по ценам ниже нуля (фактически доплата эмитенту за право размещать его облигации). Такая ситуация не могла удовлетворить ни эмитента, ни организаторов, поскольку эмитент мог получить «кота в мешке» с риском неисполнения контракта, а организаторы, которые имели возможность оказывать услуги надлежащего качества и обладали необходимым для этого штатом квалифицированных специалистов, не были готовы исполнять контракт за нулевое вознаграждение, которое, с учетом оплаты технических комиссий биржи, становилось фактически отрицательным. В конце марта 2010 года услуги по организации облигационных займов были исключены из перечня услуг, отбор по которым осуществлялся только путем проведения аукциона. С этого момента до конца 2013 года большинство отборов проводилось на основе открытого конкурса. Отличительная особенность данной процедуры состояла в наличии критерия «Квалификация участника конкурса», вес которого составлял от 25% до 57% по отношению к ценовому критерию. С 1 января 2014 года в силу вступил Федеральный закон 44-ФЗ «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд», который привнес значительные изменения в систему расчетов баллов по критериям, в частности особенностей расчета ценового критерия. Фактически отбор участников вновь попал в абсолютную зависимость от ценового критерия. В результате, при демпинговой заявке с предложением цены в 1 копейку со стороны любой организации, обладающей брокерской лицензией, победа квалифицированных участников в конкурсе была практически невозможна даже с ценой, незначительно отличавшейся от минимальной (3–4 копейки и выше). В связи с такими изменениями за 2014 год было объявлено всего девять конкурсов на основе нового законодательства, три из которых были позднее отменены по решению эмитентов. Для сравнения, только в декабре 2013 года было объявлено 16 конкурсов по действовавшему на тот момент 94-ФЗ.

Ситуация значительно изменилась с конца апреля 2015 года, после выхода распоряжения Правительства 753-р. Несмотря на новизну документа и отсутствие каких-либо пояснений и четкой инструкции по его применению, на сегодняшний день уже семь эмитентов успешно воспользовались новой процедурой для отбора организаторов размещения: Башкортостан, Тульская область, Хакасия, Мордовия, Удмуртская Респуб-

АКТИВНОСТЬ МИНФИНА РФ НА РЫНКЕ БЮДЖЕТНОГО КРЕДИТОВАНИЯ ЗНАЧИТЕЛЬНО СНИЗИЛА ПОТРЕБНОСТЬ СУБЪЕКТОВ РФ В РЫНОЧНОМ ФОНДИРОВАНИИ

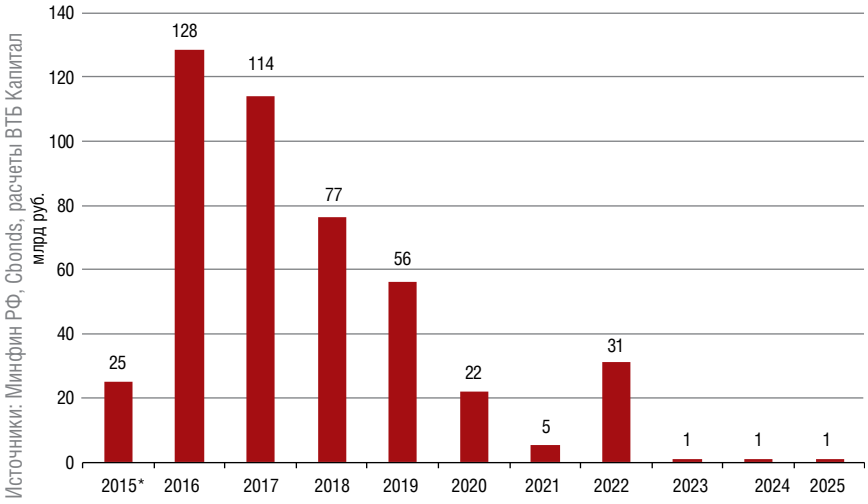

Рисунок 1
График погашений субфедеральных/муниципальных облигаций до 2015 года

* ноябрь – декабрь

лика, город Новосибирск и Оренбургская область. Указанное распоряжение значительно упрощает и ускоряет процедуру отбора организатора, позволяет шире использовать критерии (помимо стоимости) при оценке предложений и, как следствие, минимизировать риски подписания контракта с низкоквалифицированным исполнителем. Кроме того, распоряжение 753-р позволяет отбирать более одного организатора выпуска, что в последнее время является общепринятой практикой на рынке. Недостатком распоряжения, на наш взгляд, является ограничение перечня потенциальных эмитентов, имеющих право им воспользоваться. На текущий момент все представленные в перечне субъекты РФ либо ранее имели опыт по размещению облигаций, либо планировали эмиссию в 2015–2017 годах. Соответственно, заемщикам, не вошедшим в этот список, но планирующим эмиссию в ближайшей перспективе, необходимо максимально оперативно попасть в данный список для использования всех преимуществ отбора по распоряжению Правительства 753-р перед открытым конкурсом по 44-ФЗ.

На момент подготовки материала с начала 2015 года 21 эмитент воспользовался благоприятной рыночной конъюнктурой для размещения и доразмещения облигационных выпусков. В пятерку наиболее успешных с точки зрения доходности размещений вошли: Красноярский край-34011, Республика Башкортостан-34010, Тульская область-34004, Республика Хакасия-35005 и Новосибирск-35007 (См. Таблицу 1).

Все эти выпуски были размещены в последнем квартале 2015 года. При этом выпуски с длинной дюрацией представляли больший интерес для инвесторов, чем размещения на более короткие сроки. Всего в 2015 году на первичном рынке было предложено 23 выпуска общим номинальным объемом 90 250 млн руб. Мы не ожидаем повышенной активности эмитентов в ближайшее время. По нашим оценкам, до конца года на первичном долговом рынке может состояться не более четырех размещений общим номинальным объемом до 12 млрд руб. Таким образом, 2015 год окажется более слабым с точки зрения первичных размещений, чем 2014 год. Ситуация была прогнозируема, поскольку окончание 2014 года внесло очень серьезные коррективы в планы заемщиков: существенный рост ставок на локальном рынке подтолкнул многих заемщиков зафиксировать ставки по ранее заключенным кредитным контрактам и не выходить на публичные рынки. Кроме того, активность Минфина РФ на рынке бюджетного кредитования значительно снизила потребность субъектов РФ в рыночном фондировании. На наш взгляд, снижение ставок, которое мы наблюдаем в текущий момент, будет способствовать развитию облигационного рынка в 2016 году. Объем погашения облигаций в ближайшие годы также сигнализирует заемщикам о необходимости рефинансирования и увеличения дюрации общего портфеля заимствований (См. Рисунок 1).

Соответственно, мы ожидаем увеличения общего номинального объема размещаемых облигаций, а также роста количества эмитентов, в том числе за счет новых имен. Текущий год проде-

Рисунок 2
Общая структура инвесторского спроса при размещениях судфедеральных/муниципальных займов в 2015г.*

* по результатам размещений, организатором которых выступал ВТБ Капитал

монстрировал расширение инвесторской базы сегмента субфедеральных публичных долговых инструментов, а также выявил интерес инвесторов к размещениям долгосрочных займов. В течение года мы наблюдали заметное изменение структуры инвесторов. Так, структура общего спроса по результатам размещений в субфедеральном/муниципальном секторе в весенне-летнее окно (конец апреля – начало июля) выглядела следующим образом: 55% составили банки, 18% — инвестиционные компании, 27% — управляющие компании, а в осеннее окно (сентябрь-октябрь) она немного изменилась, и банки отвечали за 41% спроса, инвестиционные компании — за 48%, а управляющие компании — за 11% (См. Рисунок 2).

На наш взгляд, эмитенты смогли всецело воспользоваться диверсификацией инвесторской базы для снижения стоимости обслуживания своего долга. В случае кредитных отношений на аукционах участвуют, как правило, две-три, но не более пяти кредитных организаций. При этом часто конкуренция на таких аукционах может полностью отсутствовать, и это не позволяет привлечь финансирование по оптимальной ставке. При размещении облигаций ситуация противоположная: в сделках, состоявшихся в 2015 году, принимали участие до 60 инвесторов как из числа кредитных организаций, так и из числа инвестиционных, управляющих и страховых компаний. Таким образом, именно совокупность таких преимуществ, как возможность привлечения на длинные сроки, существенная диверсификация инвесторской базы и возможность достижения более низкой ставки фондирования за счет высокого спроса со стороны многочисленных инвесторов, по нашему мнению, должны стать ключевым фактором роста количества и объемов публичных заимствований для субъектов РФ и муниципальных образований в 2016 году.

МЫ ОЖИДАЕМ УВЕЛИЧЕНИЯ ОБЩЕГО НОМИНАЛЬНОГО ОБЪЕМА РАЗМЕЩАЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ, А ТАКЖЕ РОСТА КОЛИЧЕСТВА ЭМИТЕНТОВ

VII Investfunds Forum

26-27 мая 2016, Санкт-Петербург, отель «Астория»

INVESTFUNDS FORUM

Крупнейше событие для институциональных инвесторов в России

реклама

www.cbonds-congress.ru