РОК-2016
Review

XIV Российский облигационный конгресс

http://cbonds-congress.ru

«Танго эмитентов и инвесторов»

8—9 декабря в Петербурге прошел XIV Российский облигационный конгресс. В 2016 году главное событие для участников долгового рынка собрало почти 700 финансистов, представителей эмитентов, ЦБ, МЭРТ, регионов, юридических и инвестиционных компаний.

2016 год оказался для российских облигаций довольно удачным — по всем сегментам наблюдался рост объемов привлечения в диапазоне 5–10%. «Результаты не самые впечатляющие, но в условиях текущей макроэкономической конъюнктуры любой рост — это уже позитивно! — отметил на церемонии открытия конгресса генеральный директор Cbonds Сергей Лялин. — Наблюдается и качественное развитие рынка — появляются новые инструменты: коммерческие облигации, секьюритизация МСП. Растет и средняя дюрация облигационных размещений, увеличивается доля нерезидентов на рынке. Впрочем, сегмент рыночных корпоративных размещений стагнирует. В 2016 году мы потеряли около 30 эмитентов. Ликвидность корпоративных бондов также снизилась».

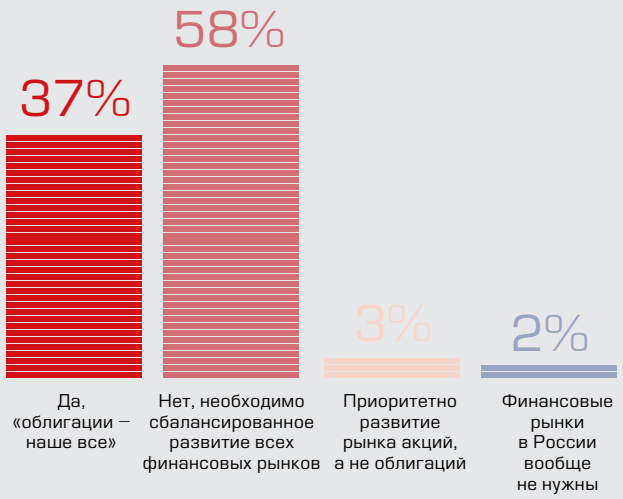
Ирина Комарова, старший вице-президент, член правления БИНБАНКа согласилась с тем, что год был для банков непростым, но регулятор показал рынку четкие правила игры, а это значит, что его участники могут спокойно заниматься бизнесом, вся инфраструктура и условия для этого созданы. «Мы все в одной лодке, и эту лодку качает. Мне хочется пожелать всем нам профессиональной ответственности друг перед другом», — призвала она коллег по цеху.

«Рынок — это танго эмитентов и инвесторов, но танец ведь идет под музыку, а музыку заказываем мы с вами», — добавил нотку романтизма **Денис Шулаков, первый вице-президент, глава блока рынков капитала Газпромбанка.** И тут же перешел к конкретным цифрам: потенциальные источники средств для локального рынка облигаций могут превысить 3 трлн руб. в 2017 году.

Анна Кузнецова, управляющий директор по фондовому рынку Московской Биржи согласилась с тем, что в следующем году ожидается профицит рублевой ликвидности. Это значит, что рынок может открыться для эмитентов, которые давно не выходили с предложением нового долга. По свежим данным, объем российского рынка корпоративных бондов составляет около 9 трлн руб., на госбумаги приходится порядка 5.5 трлн руб. Растет количество пенсионных денег на рынке, НПФ увеличили долю облигаций в своих портфелях с 47% на конец 2014 года до 58% в первом полугодии 2016 года.

В 2016 году вся ликвидность и объемы по-прежнему были сосредоточены в

ИНТЕРАКТИВНЫЙ ОПРОС



Бондизация России: верите ли вы в то, что рынок облигаций станет приоритетным направлением развития российской финансовой системы в среднесрочной перспективе?

сегменте госбумаг. Доля нерезидентов там достигала 50% с учетом иностранных участников и дочек иностранных банков в России. А вот в сегменте корпоративных бондов иностранцев очень мало.

Большим успехом у эмитентов в 2016 году пользовались программы биржевых облигаций. По данным на ноябрь, было зарегистрировано 99 программ биржевых бондов (из них 77 мультивалютные) общим объемом 15.9 трлн руб.

Сейчас биржа тестирует технологию автоматизации подготовки текста программы биржевых облигаций. Теперь, чтобы заполнить шаблон, который на 95% состоит из неизменяемой информации, эмитенту потребуется максимум 15 минут, заверила Анна Кузнецова.

В 2016 году на рынке появился еще один новый инструмент — короткие облигации срочностью менее одного года. Такие бумаги уже эмитировали Первая грузовая компания, БИНБАНК, «Каркаде», Газпромбанк. Кроме того, ВТБ впервые выпустил сверхкороткие бонды срочностью менее одной недели. В планах представителей инфраструктуры — сократить количество сопроводительной документации для таких выпусков за счет упрощения процедур эмиссии и раскрытия информации.

«Однодневные размещения требуют девяти раскрытий информации. С этим надо что-то делать, — согласилась **директор департамента развития финансовых рынков Банка России Елена Чайковская.** — Этим мы и займемся в 2017 году, постараемся предложить конструкцию, которая устроит рынок».

Еще одна глобальная задача регулятора на ближайшие годы, по мнению Елены Чайковской, — привлечение розничного инвестора на облигационный рынок, создание реальной альтернативы банковскому вкладу. Для этого ЦБ разработал собственные поправки к законопроекту об освобождении от НДФЛ дохода от инвестиций в ПИФы и купоны по облигациям.

Розничные инвесторы действительно могут стать драйвером для облигационного рынка в ближайшие годы, согласился с регулятором **Роман Горюнов, президент НП РТС.**

Он презентовал на конгрессе возможности инвестиционной системы «BOCXOD». Это специализированная платформа с возможностью удаленного доступа, с помощью которой частные инвесторы могут вкладываться в проекты развития и активы Дальнего Востока и Азиатско-Тихоокеанского региона, например, участвовать в размещении долгов дальневосточных компаний.

На базе «BOCXODa» уже прошло дебютное размещение облигаций компании, входящей в группу «Хабаровский аэропорт». Эмитент привлек 100 млн руб. под 15% годовых. Организаторы получили 222 заявки от инвесторов. В размещении приняли участие физлица из 33 городов РФ, 40% объема было выкуплено на индивидуальные инвестиционные счета.

В 2017 году «BOCXOD» планирует провести еще несколько размещений в объеме около 1 млрд руб. и рассчитывает на хороший спрос со стороны физлиц.

Мир в поисках альтернатив

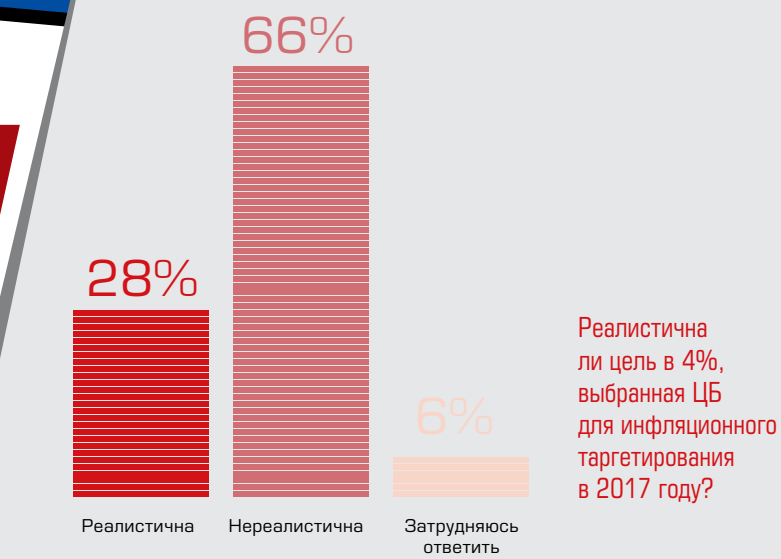
На очередной декабрьской встрече в Питере российские макроаналитики как всегда казались сдержанно оптимистичными. Они осторожно намекали на слабые улучшения мировой экономической ситуации, восстановление инвестиционного спроса, возвращение потребительской модели и сносные цены на нефть в диапазоне $50–55 за баррель, которые позволят российской экономике оставаться на плаву и даже двигаться вперед в поисках альтернативных путей развития вместе с другими странами emerging markets.

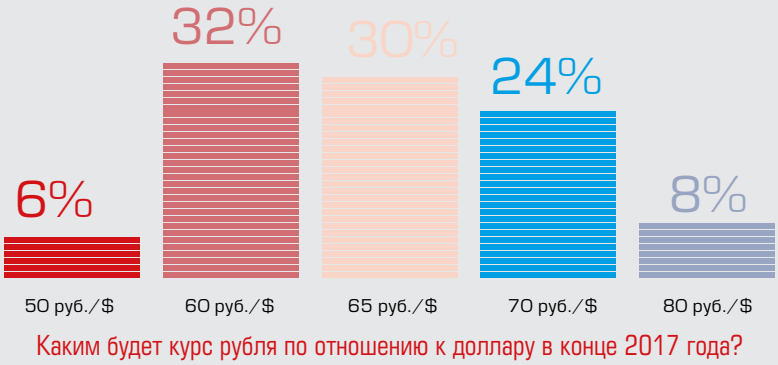
Кирилл Тремасов, директор сводного департамента макроэкономического прогнозирования Министерства экономического развития РФ, отметил, что в течение последних четырех-пяти лет прогнозы министерства всегда оказывались оптимистичнее, чем реальные результаты, которые показывала экономика. В этом плане 2016 год стал переломным: прогнозы ведомства полностью оправдались по итогам года, в некоторых моментах результаты даже превзошли ожидания. Это касается, например, развивающихся стран: впервые за пять лет emerging markets обыграли развитые рынки. «Хорошую положительную динамику в конце года показали регионы, которые в течение долгого времени находились в рецессии: страны Латинской Америки, Россия. Таким образом, рынки сыграли на опережение. Я считаю, что это оптимистичный сигнал для дальнейшего развития рынков в 2017 году», — полагает Кирилл Тремасов.

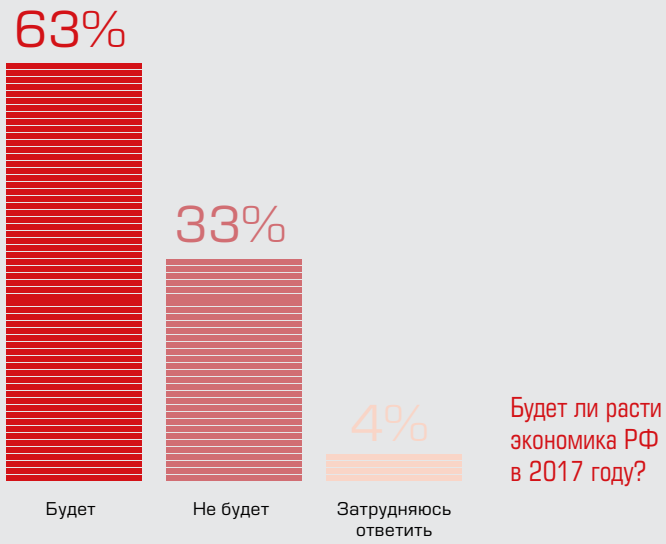
Оценивая ситуацию в ключевых экономических центрах, представитель МЭР рассказал, что в США общая экономическая ситуация по итогам года складывается хуже, чем ожидалось. Но Штаты поддерживает сильный внутренний спрос и инвестиционная программа. В Европе ситуация относительно стабильная, здесь наблюдается повышение потребительского спроса и растущий (хоть пока и слабо) инвестиционный спрос. Китай показал себя лучше, чем обещали прогнозы, перестройка структурной экономики продолжается.

Тремасов также обратил внимание на связь инвестиционных циклов с динамикой индикаторов долгового рынка. По его словам, анализ спредов государственных облигаций позволяет сделать вывод, что разворот инвестиционной активности в США, Германии и Великобритании произойдет в 2018 году, в Канаде — уже в 2017 году. Обобщая свои наблюдения, Кирилл Тремасов отметил, что на данный момент мировая инвестиционная активность находится в нижней точке. Инвестиционный провал, наблюдавшийся последние пять лет, связан с экономической ситуацией в Китае и резким падением цен на нефть в последние два года. Теперь, когда ситуация на сырьевых рынках стабилизируется, бизнес начнет активнее привлекать инвестиции. «В целом мировая экономическая ситуация улучшается, и это означает, что для России 2017 год может оказаться лучше, чем видится сейчас», — заключил он.

Николай Кащеев, директор аналитического департамента Промсвязьбанка: «В 2017 году главный риск будет сосредоточен в Саудовской Аравии»







Евгений Надоршин, главный экономист ПФ «Капитал», полагает, что в результате реализации политической программы Дональда Трампа мир может ожидать серьезная деглобализация и рост национализма. Последнее хорошо видно не только в США, но и в Европе, и даже в Китае. Замыкание мировых экономик на себе, растущая национализация и деглобализация заметны на протяжении последних семи-восьми лет. Торговые барьеры, появившиеся в первые годы после кризиса 2008 года, до сих пор не ликвидированы, особенно это заметно на примере трансокеанских партнерств и союзов с Китаем. «Я однозначно уверен в том, что нас ожидают существенные проблемы с ростом мировой торговли. Не будет динамичного роста глобальной торговли — не будет соответствующего динамичного роста мировой экономики, соответственно, не будет высоких цен на нефть», — заключил Евгений Надоршин.

Егор Сусин, главный эксперт центра экономического прогнозирования Газпромбанка, ожидает в следующем году стабилизации ситуации на сырьевых рынках. Он отметил, что в 2017 году будет происходить балансировка спроса и предложения на рынке нефти, следовательно, диапазон цен $50–55 за баррель можно рассматривать как средний показатель для следующего года.

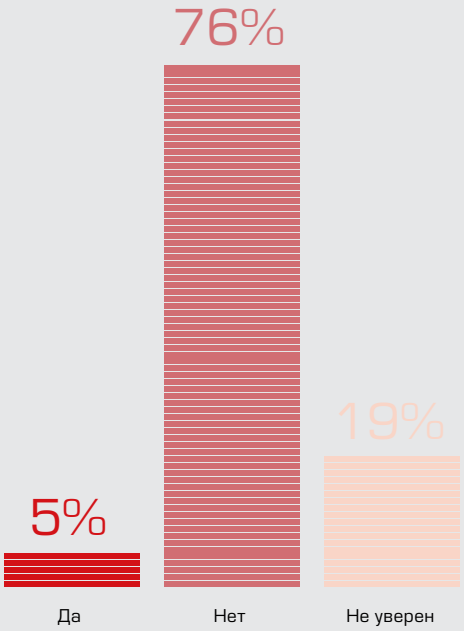
Представитель Газпромбанка назвал две важнейших тенденции, которые влияют на макроэкономическую ситуацию в мире: первая связана с осознанием того факта, что Центральные банки не могут вечно поддерживать экономику, и те инструменты, которые были использованы ранее, не являются достаточно эффективными; вторая — реализация социальных трендов, которые накапливались последние 10-15 лет и вылились в некий демократический процесс (Brexit, победа Дональда Трампа). «Развитые страны делают шаг назад и смотрят в прошлое, когда рынки были более закрытыми и защищенными. С другой стороны, есть попытки поиска эффективности: это инновации, финтех (если говорить о финансовом секторе), снижение неэффективной маржи в банковском секторе, — рассуждает Егор Сусин. — На мой взгляд, в ближайшие несколько лет будет благоприятный период для развивающихся стран. Развитые страны будут «пятиться назад», в то время как развивающиеся страны могут более активно двигаться вперед в поисках альтернативных путей развития».

Сергей Романчук, президент ACI Russia о факторах, которые будут влиять на курс рубля в 2017 году

Наталия Орлова, главный экономист Альфа-Банка, тоже не ждет катастрофичного сценария на рынке нефти. Бюджет России сверстан с расчетом цены на нефть $40 за баррель, следовательно, ожидаемые цены на уровне $50–55 за баррель выглядят комфортными для экономики страны. По мнению экономиста, внешние факторы (например повышение ставки ФРС США) не позволят ЦБ РФ однозначно принять решение о снижении процентных ставок в 2017 году. «Не думаю, что стоит ожидать снижения ключевой ставки ЦБ в 2017 году. Кроме того, цель по инфляции в 4% также не выглядит достижимой», — подытожила Наталия Орлова.

Валерий Вайсберг, директор аналитического департамента ИК «Регион», полагает, что в будущем году мы не увидим существенного укрепления рубля на фоне действий ФРС США, при этом волатильность на валютных рынках будет заметно ниже. Говоря о развитии банковского сектора, эксперт отметил, что в 2017 году топ-10 сильных российских банков продолжат укрепляться, все больше банков будут показывать прибыль. Можно ожидать роста зарплат и инвестиционной активности населения — тренд, наблюдавшийся в прошлом году, продолжится и в нынешнем году. Экономика России постепенно возвращается к потребительской модели.

ИНТЕРАКТИВНЫЙ ОПРОС



Снимут ли внешние экономические санкции с РФ в 2017 году?

Дружба панды и бурого медведя

Московская Биржа продолжает работать над созданием инфраструктуры для размещения облигаций в юанях. Пилотный выпуск ОФЗ в юанях объемом около 6 млрд юаней должен состояться в 2017 году. Регулятор рассчитывает, что суверенные baikal bonds (такое рабочее название у бумаг, по аналогии с panda bonds), станут бенчмарком для корпоративных заемщиков, которые захотят привлечь азиатский капитал.

Традиционными рынками для российских заемщиков всегда были США и страны Еврозоны. Однако, по словам Дениса Шулакова, первого вице-президента, главы блока рынков капитала Газпромбанка, они уже не предлагают адекватную премию за риск в условиях негативных процентных ставок и повышенной волатильности на валютных рынках. Для стабильного доступа к фондированию нужна диверсификация источников инвестиционного финансирования, главным образом посредством выхода на локальные рынки капитала стран БРИКС, убежден Шулаков.

Объем размещений на рынке облигаций материкового Китая существенно вырос в 2015–2016 годах, в том числе на фоне либерализации. В 2016 году он достиг 33.1 трлн юаней.

Основными игроками китайского рынка на сегодняшний день являются банки. Как и в России, физлица в качестве индивидуальных инвесторов представлены на китайском локальном рынке слабо. Впрочем, чтобы увеличить количество частных инвесторов, в Поднебесной сейчас активно развиваются брокерские платформы.

Между российским и китайским рынками довольно много общего. Например, средний объем размещения облигаций в России — это 10–15 млрд руб. ($170–250 млн по текущему курсу), а среднее размещение в Китае — это $110–170 млн. При этом средний срок обращения бумаг совпадает.

«Таким образом, российским компаниям потенциально комфортнее работать с китайским рынком, который значительно больше и быстрее растет, но имеет схожие параметры эмиссий», — полагает Денис Шулаков.

«Еще в 2013 году Газпромбанк стал первопроходцем и начал создавать рынок капитала в юанях», — рассказал он. Один выпуск юаневых евробондов на 500 млн юаней под 4% годовых Газпромбанк уже погасил в феврале 2016 года. Второй выпуск объемом 1 млрд юаней под 4.25% годовых будет погашен 30 января 2017 года.

«Чтобы увеличить число возможных покупателей юаневых ОФЗ, российской стороне необходимо тщательно изучить архитектуру банковского регулирования в Китае. В частности, необходимо соблюсти процедуры многоуровневого согласования из-за отсутствия единого регулятора. В этой цепи находится не только Народный банк Китая, но также трое уполномоченных регуляторов в материковом Китае и два в Гонконге», — пояснила Елена Чайковская, директор департамента развития финансовых рынков Банка России.

Размещение номинированных в юанях ОФЗ на сумму, эквивалентную $1 млрд, может привлечь спрос, в два-три раза превышающий предложение, прогнозирует Денис Шулаков. Нереализованный спрос может переключиться на покупку долговых инструментов российских эмитентов, номинированных в юанях. Общий объем размещений юаневых облигаций можно оценить в $3-5 млрд (около 200-300 млрд руб.), а суммарный сформированный спрос – в $6-10 млрд (около 400-600 млрд руб.). Часть этого спроса может быть направлена на локальный рынок.

Вейцзе Лан, первый заместитель президента ICBC: «Открытие рынков капитала Китая для международных эмитентов является задачей долгосрочной государственной политики»

«Инвестбанки были, есть и будут…»

Представители ведущих инвестбанков встретились на традиционной дискуссии, посвященной рынку корпоративных облигаций в России. Итог их встречи был примерно таков: доходы от DCM-бизнеса будут расти за счет роста объемов размещений, которые ожидаются в 2017 году. Основным инструментом заемщиков по-прежнему останутся plain vanilla облигации. Дополнительный спрос на новый долг в ближайшие годы могут обеспечить частные инвесторы. Их присутствие на рынке увеличится, особенно с принятием поправок в налоговое законодательство. Внедрение новых технологий, облегчающих доступ физиков на рынок, постепенно способствует уберизации рынка, но это не помешает банкам сохранить свои функции посредника между эмитентом и инвестором в ближайшие годы.

ДЕНЕГ МНОГО НЕ БЫВАЕТ

По данным Thomson Reuters, представленным на Российском облигационном конгрессе, за три квартала 2016 года топ-3 российских инвестбанков заработали на комиссионных за сделки на рынках капитала и M&A больше $86 млн. Тройку лидеров возглавляет ВТБ Капитал, получивший $35.8 млн комиссионных. На втором месте Sberbank CIB, чьи комиссионные составили $32.2 млн. Замыкает тройку Газпромбанк, его комиссия — $18.2 млн.

Динамика восходящая, считает **Никита Павлов, руководитель отдела по развитию бизнеса Thomson Reuters.** Доходы банков на рынке облигаций тоже будут расти вместе с ростом объемов размещений, в том числе во втором эшелоне заемщиков. Спрос на их бумаги увеличиватся по мере снижения рисков и роста аппетита внутренних инвесторов.

КАЖДОМУ ПО ПРОГРАММЕ

Посчитав деньги, участники дискуссии перешли к обсуждению более прозаичных вопросов — о взаимодействии с регулятором и перспективном инструментарии.

Представители всех инвестбанков отметили заслуги регулятора по упрощению процедуры размещения. Готовить эмиссионную документацию стало проще, разрыв между закрытием книжки и финальными расчетами сократился. Кроме того, и эмитенты, и инвестбанки в полной мере оценили преимущества программ биржевых облигаций.

«Преимущества этого инструмента, особенно для госкомпании, просто колоссальные, — отметил **Валерий Голованов, заместитель директора дирекции корпоративных финансов ГТЛК**. — Это сокращает для нас процесс эмиссии с учетом госзакупок, согласований с акционером с нескольких месяцев до практически недели!».

Ростислав Кулак, директор департамента по работе с корпоративным и финансовым секторами корпоративно-инвестиционного блока Совкомбанка, предложил бирже разрешить надежным эмитентам сразу включать программы облигаций в Ломбардный список. Еще среди нужных инфраструктурных реформ — возможность подачи документов по выпускам в электронной форме и принцип единого окна, когда организатор подает сертификат на биржу, биржа его проверяет и сама передает в НРД.

PLAIN VANILLA НАВСЕГДА?

С точки зрения инструментария в ближайшие годы рынок останется столь же консервативным, как и раньше, сошлись во мнении инвестбанкиры. Основным спросом у эмитентов и инвесторов по-прежнему будут пользоваться классические plain vanilla облигации. Зато будущее коммерческих облигаций, которые так активно продвигает на рынок ЦБ, представители DCM-команд оценили весьма скептически.

«Коммерческие облигации сложно использовать в качестве полноценного рыночного инструмента, так как круг покупателей очень ограничен, — подчеркнул **Алексей Кузнецов, председатель совета директоров БК «Регион».** — Пока это скорее возможность для банков прокредитовать своего клиента, заменить кредит бумагой».

«Это простой инструмент для решения технических задач, — согласился **Денис Тулинов, директор департамента долгового финансирования и инвестиционно-банковских продуктов БИНБАНКа.** — Много лет назад у нас уже была возможность размещать внебиржевые бонды без регистрации эмиссии, без раскрытия. Это был непрозрачный инструмент для инвесторов, который нес дополнительные риски. Нет ничего более эффективного, чем биржевое размещение».

«Коммерческие облигации можно использовать для внутригрупповых целей, но это не тот инструмент, который мы рекомендовали бы эмитентам для рыночных размещений, — подчеркнул **Алексей Коночкин, заместитель начальника управления рынков долгового капитала ВТБ Капитала.**

Мало шансов вырасти и у сегмента облигаций с плавающей ставкой, полагают банкиры. «Почти все корпоративные эмитенты, присутствующие на локальном рынке, когда-то пробовали выпускать «флоатеры». Однако очень немногие решаются повторить свой опыт, так как далеко не для всех заемщиков этот инструмент является оптимальным», — сказал Алексей Коночкин.

На практике спрос на подобные инструменты действительно значительно ниже, чем по plain vanilla бондам, согласился Валерий Голованов. Только около 5% инвесторов готовы считать доходность по этим бумагам.

Для эмитентов это вопрос чистой экономики, заключил Ростислав Кулак. Если транспортная или лизинговая компания способна зарабатывать в терминах ИПЦ+, почему бы не занимать через облигации с привязкой к инфляции.

ФИЗИКИ И ХИМИКИ

В ближайшие годы одним из источников роста российского долгового рынка могут стать частные инвесторы, сошлись во мнении участники дискуссии.

«Ставки по банковским вкладам уже намного ниже, чем реальные ставки по корпоративным бондам. После того, как будут внесены соответствующие изменения в налоговое законодательство, мы сможем увидеть большой всплеск интереса к рынку корпоративных облигаций со стороны розничных инвесторов», — согласился Алексей Коночкин.

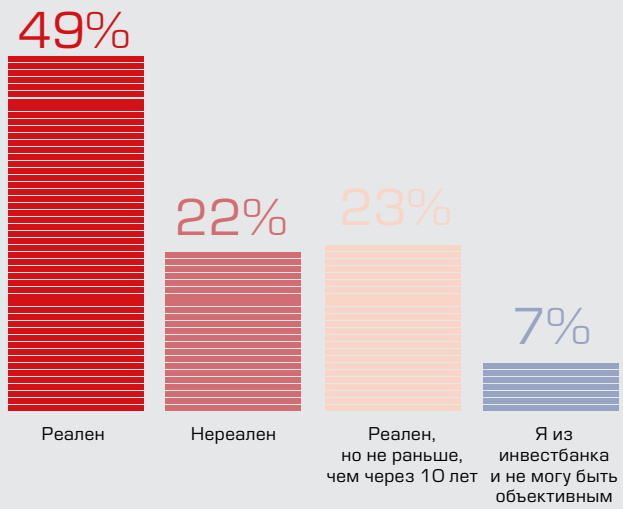
Присутствие частного инвестора на рынке активно растет со второго полугодия. Чего стоит только размещение Мордовии, где организаторы получили заявки от физлиц на общую сумму 200 млн руб., рассказал **Игорь Ешков, управляющий директор департамента инструментов долгового рынка Газпромбанка.**

«Этот риск очень сложно объяснить потенциальным инвесторам из розницы. Пока финансовая грамотность остается на текущем уровне, физлица не понимают разницу между флоатером и фиксированной ставкой, о каком их массовом участии в рынке может идти речь?», — высказал сомнения Никита Павлов.

Рост присутствия частного инвестора будет способствовать уберизации рынка инвестиционно-банковских услуг за счет трансформации традиционных сервисов IB, более широкого применения технологий. Правда, пока влияние этой тенденции на консервативный IB-рынок будет весьма ограниченным.

Работа с рынком должна быть на стороне банка, убежден Денис Тулинов. Участие эмитента в размещении обычно ограничивается написанием эмиссионной документации, а для успешного размещения нужен посредник. Уберизация возможна только в частных эмиссиях, ориентированных на частных инвесторов, где небольшие объемы и высокая ставка, резюмировал Игорь Ешков.

ИНТЕРАКТИВНЫЙ ОПРОС



Насколько реален в ближайшие 5–10 лет сценарий уберизации рынка облигаций, когда потребность в инвестбанке как посреднике между эмитентом и инвестором исчезнет?

Нам не страшен Дональд Трамп…

В 2016 году рынок локальных рублевых бумаг показал хороший иммунитет к внешним шокам. Поддержку ему оказало большое присутствие иностранных инвесторов в ОФЗ. Темпы роста рынка рублевого долга сохранятся и в 2017 году. Локальные банки направят на инвестиции в облигации порядка 1 трлн руб., кроме того, на рынок поступят пенсионные деньги. Аналитики сошлись во мнении, что реалистичный прогноз доходностей бумаг первого эшелона к концу следующего года находится на уровне 8–8.5%.

По словам **Юрия Тулинова, начальника управления аналитики Росбанка**, в 2016 году на рынок рублевых бумаг практически не оказали сильного влияния внешние события: Brexit, решения ЕЦБ, приход к власти Дональда Трампа. Внешних потрясений российский рынок практически не заметил. «Можно сказать, что сейчас российский рынок сосредоточен на себе», — добавил Юрий Тулинов.

Одной из причин, почему российский рынок так устойчив к внешним событиям, стало то, что иностранные инвесторы вкладываются в ОФЗ, как правило, до погашения. В 2016 году они приобрели госбумаги примерно на 400 млрд руб.

Основной объем инвестиций нерезидентов пришелся на ОФЗ с фиксированным купоном — примерно 44%. Даже если иностранцы начнут выходить из российских бумаг, локальный рынок сможет легко абсорбировать освободившийся объем, особенно с учетом низких темпов кредитования и текущего объема ликвидности на рынке, полагает **Иван Манаенко, директор аналитического департамента ИК «Весел Капитал».**

Если начнется глобальный отток инвесторов, то будут затронуты практически все развивающиеся рынки, полагает **Алексей Демкин, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью Газпромбанка.** Если сравнить Россию и другие emerging markets с точки зрения присутствия иностранных инвесторов в локальных инструментах, то цифры оказываются вполне сопоставимы с Бразилией или Мексикой. С одной стороны, российский рынок стал более уязвимым из-за большого присутствия иностранцев, с другой стороны, даже в периоды самых сильных шоков, например в 2014 году, нерезиденты сокращали примерно пятую часть своих вложений в ОФЗ.

В 2017 году при стабильных показателях ЦБ продолжит политику снижения ключевой ставки, а уровень инфляции достигнет заявленных 4%, предположил **Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления БК «Регион».** По прогнозам аналитика, ключевая ставка может быть снижена на 1–1.5% уже в 2017 году, что приведет к снижению уровня доходности рублевых облигаций, как это было в 2016 году.

Однако по мнению Ивана Манаенко, в ближайшие полгода ключевая ставка вряд ли будет играть решающую роль для рублевых облигаций, основных изменений следует ожидать ближе к концу 2017 года. Согласно консервативному прогнозу Алексея Демкина, 4-процентный показатель инфляции вряд ли будет достигнут, скорее инфляция сохранится на уровне около 5% в 2017 году, при этом снижение таргета до 4% — это уже перспектива 2018 года.

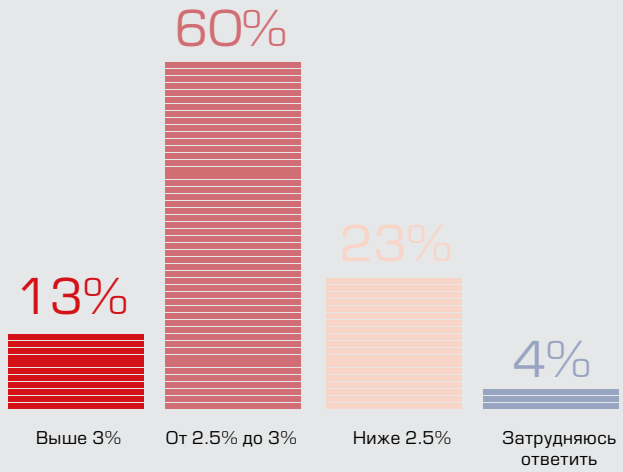
Аналитики сошлись во мнении, что в 2017 году рост объемов российского рублевого рынка продолжится. Локальные банки будут выходить из российских еврооблигаций в силу своей консервативной политики и замещать позицию рублевыми бумагами, отметил Иван Манаенко.

«Банки, испытывая избыток рублевой ликвидности, которая образуется из-за превышения депозитов над новыми кредитами, могут направить на облигационный рынок порядка 1 трлн руб., — ожидает Алексей Демкин. — НПФы уже в начале года переведут порядка 360 млрд руб. денег молчунов в облигации. Кроме того, физические лица активно ищут возможности выйти из депозитов и тоже будут инвестировать в рублевый рынок».

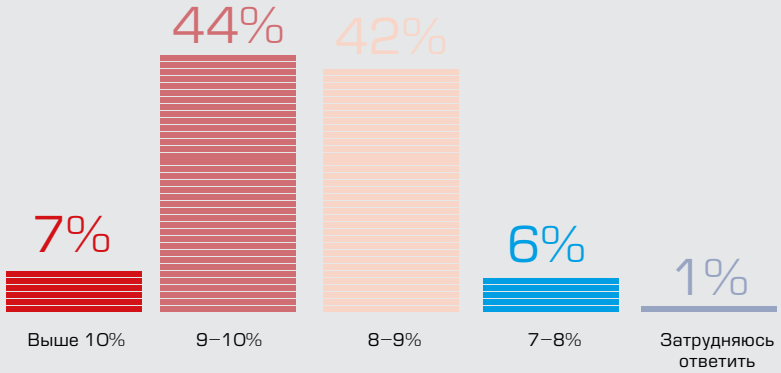
Иван Манаенко предположил, что в 2017 году большой популярностью у инвесторов будут пользоваться инструменты с плавающей ставкой. Сейчас облигации с привязкой к RUONIA выглядят даже более интересными, чем ОФЗ с фиксированной ставкой, согласился Юрий Тулинов. Правда пока спрос на них у нерезидентов невысокий из-за низкой ликвидности и отсутствия репрезентативной кривой. Как только появится несколько бенчмарков, инструменты станут ликвидными, и рынок облигаций с привязкой к RUONIA начнет расти, в том числе за счет притока денег нерезидентов.

Обсуждая уровни доходностей для пятилетних бумаг первого эшелона в 2017 году, большинство аналитиков сошлись на том, что 8–8.5% — это реальный уровень ставок в случае, если не последуют сильные макроэкономические стрессы. Менее оптимистичный прогноз сделал **Максим Коровин, старший стратег ВТБ Капитала,** предположивший уровень доходностей порядка 8.5–9%. По мнению Юрия Тулинова, при резком снижении цен на нефть доходности бумаг первого эшелона могут вырасти и до 10%, но реалистичный прогноз — это 9–9.5%.

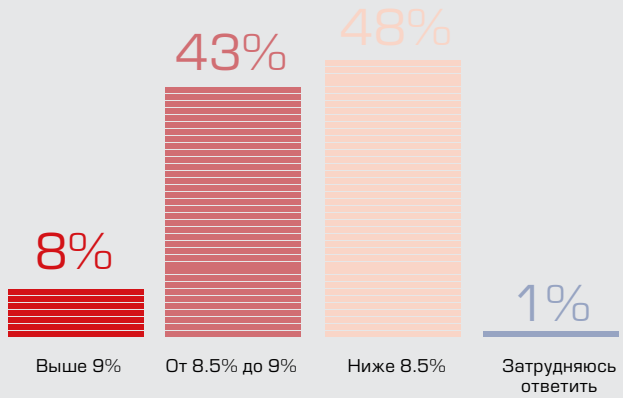
ИНТЕРАКТИВНЫЙ ОПРОС



Какой будет доходность десятилетних US Treasuries в декабре 2017 года?



Какой будет доходность пятилетних облигаций эмитентов первого эшелона в декабре 2017 года?



Какой будет доходность пятилетних ОФЗ в декабре 2017 года?

Новые имена, новые страны

Общий объем рынка российских евробондов вырос с начала года на 2% и составил $186 млрд. В секторе корпоративных бумаг рост составил всего 1%, госсектор вырос более существенно — на 7%. При этом доля банков среди заемщиков сократилась с 33.4% до 31.7%, зато нефинансовые компании стали занимать на международных рынках активнее и увеличили свою долю с 41.2% до 42.1%. В 2017 году аппетиты российских эмитентов на рынке евробондов будут нарастать, сошлись во мнении эксперты. Правда, инвесторов по-прежнему будут сдерживать сохраняющиеся санкции в отношении РФ и стагнация в экономике.

В 2016 ГОДУ РОССИЙСКИЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ЗАЕМЩИКИ ЗАНЯЛИ ЗА РУБЕЖОМ ОКОЛО $13.7 МЛРД

Главным событием 2016 года на рынке еврооблигаций стало возвращение суверенного заемщика. По мнению **Кирилла Копеловича, начальника инвестиционного департамента банка «ЗЕНИТ»,** дальнейшие планы Минфина по увеличению присутствия на международных рынках будут, прежде всего, связаны с ожиданиями по ставкам: повышение ставки ФРС США делает заимствования в валюте менее экономически выгодными, зато на локальном рынке ставки ожидаемо должны пойти вниз — таким образом Минфин будет искать финансирование на рублевом рынке. Правда, заявленный объем привлечения за рубежом — $3 млрд — ведомство, вероятно, все же выберет. На аппетиты Минфина к евробондовым заимствованиям будет влиять возможность полноценного включения российских бумаг в расчеты через Euroclear. Несмотря на то что в отношении суверенного евробонда 2016 года Euroclear принял положительное решение, вопрос о полноценном допуске еврооблигаций РФ в 2017 году по-прежнему остается открытым. «У нас нет уверенности, что это было полноценное решение в отношении эмитента, а не соглашение на конкретный выпуск», — сказал **Юрий Киселев, директор по рынкам долгового капитала России и СНГ Societe Generale.**

В 2016 году российские корпоративные заемщики заняли за рубежом около $13.7 млрд. В 2017 году выпусков должно быть больше, предположил **Кирилл Кондрашин, директор по рын-**

кам долгового капитала России и Украины JP Morgan. Ставки на рынке еврооблигаций снизились, это позволит большему числу эмитентов привлечь деньги через евробонды уже в начале 2017 года. Придется успевать в «окно» для размещений до следующего повышения ставок. Поэтому эмитенты не станут затягивать с выпусками и постараются разместиться быстро.

В отличие от 2015 года, когда на рынке занимали в основном финансовые институты и металлургические компании, в 2016 году активнее всех оказались представители телекоммуникационных компаний, химической промышленности и транспорта. В 2017 году месяцев наибольшей активности стоит ждать от компаний-экспортеров, которым будет выгодно привлекать деньги в валюте и рефинансировать выпуски, погашающиеся в ближайшие два года, полагает предствитель Societe Generale. Новые имена мы услышим, но, скорее всего, это будут разовые размещения эмитентов, которые стремятся таким образом зафиксировать низкие ставки.

Новые имена будут, но это единичные истории, так как многие крупные российские компании по-прежнему находятся под санкциями, согласился **Дмитрий Тихонов, вице-президент, кредитный аналитик Commerzbank.**

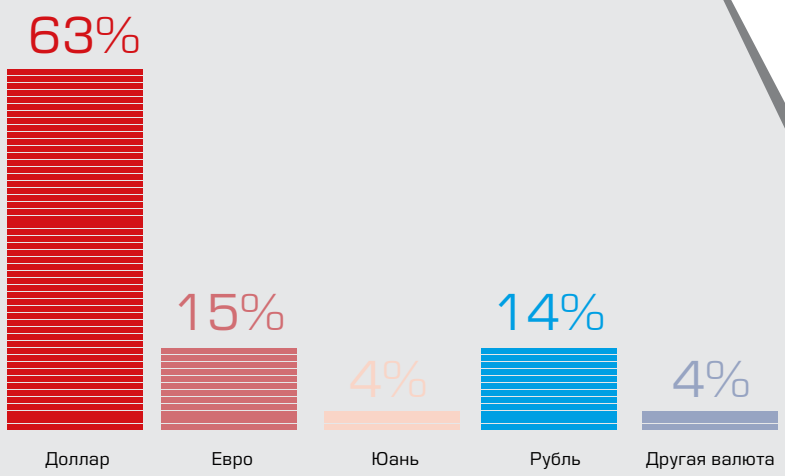
Одна из проблем российского рынка евробондов — его низкая ликвидность, отметили участники дискуссии. «Несмотря на прошедшие в 2016 году размещения, большинство российских выпусков гасятся в ближайшие два года без последующего возврата бумаг в рынок. Ликвидность сжимается, и встает вопрос: останутся ли на рынке бумаги, которыми можно будет торговать по номиналу в ближайшие два-три года? Купить разово большой объем бумаг эмитента на вторичном рынке становится все сложнее для инвесторов», — посетовал Дмитрий Тихонов.

Низкая ликвидность рынка еврооблигаций развивающихся стран — это проблема рыночного регулирования. Например, в Штатах, где исторически более ликвидный рынок, банкам законодательно запрещено удерживать на позиции большой объем бумаг. Это заставляет участников активно торговать бондами на вторичном рынке.

Ключевой валютой заимствований на российском рынке еврооблигаций останется доллар, экзотические валюты компании из России будут использовать только для реализации конкретных проектов. То же самое касается евробондов в рублях. По словам Кирилла Кондрашина, до 2013 года наблюдался стабильный спрос со стороны иностранных инвесторов на рублевые еврооблигации. Но после того как иностранцам открыли доступ к ОФЗ, их интерес к корпоративным бумагам в локальных валютах резко снизился. В 2016 году спрос на такие бумаги постепенно стал возвращаться, это подтвердил интерес к сделке РЖД. Но пока рано рассчитывать на то, что подобных сделок будет много и спрос со стороны иностранных инвесторов на выпуски в локальных валютах вернется в полном объеме.

Интересной историей в 2017 году может стать выпуск компании «Русал» на китайском рынке. Одна из потенциальных сложностей — китайское законодательство, согласно которому привлекать средства компания должна на территории Китая. Таким образом, покупка бумаг будет интересна тем компаниям, которые имеют производство в Китае, полагает **Елена Архангельская, вице-президент департамента рынков долгового капитала России, СНГ и Восточной Европы Deutsche Bank.** Кроме того, «Русал» может столкнуться с трудностями в получении разрешения от китайского регулятора. Но если дебютная сделка пройдет успешно, интерес к китайскому рынку может проснуться и у других российских компаний.

ИНТЕРАКТИВНЫЙ ОПРОС



Какая валюта является наиболее перспективной для заимствований на рынке евробондов в текущих рыночных условиях?

Классика и не только

Эмитенты и инвесторы российского рынка облигаций традиционно отличались крайним консерватизмом в вопросе выбора инструментов. На привычные plain vanilla бонды приходится основной объем выпускаемых бумаг. Однако, в России существует рынок и неклассических инструментов, к которым относятся, например, облигации с индексируемым номиналом, бумаги с плавающей ставкой и субординированные бонды. Успешных историй выпуска подобных бумаг будет с каждым годом все больше, уверены участники тематической дискуссии в рамках XIV Российского облигационного конгресса.

ПРЕЗЕНТАЦИЯ

Алексей Васильев, заместитель директора департамента инвестиционных услуг и андеррайтинга, Связь-Банк:

В декабре 2015 года мы провели дебютный выпуск корпоративных облигаций с индексируемым номиналом на российском долговом рынке, разместив облигации «Почты России» объемом 3 млрд руб. на восемь лет.

Облигации с индексируемым номиналом уже весьма популярны в других развивающихся странах, которые подвержены значительным инфляционным рискам. Например, в Бразилии на эти инструменты приходится около 30% рынка.

Такие облигации могут быть интересны для эмитентов в отраслях, где доходы формируются на основании индексируемых на инфляцию тарифов, а инвестиционные циклы имеют средне- и долгосрочный характер, например, в сфере электроэнергетики, водоснабжения, железнодорожных перевозок.

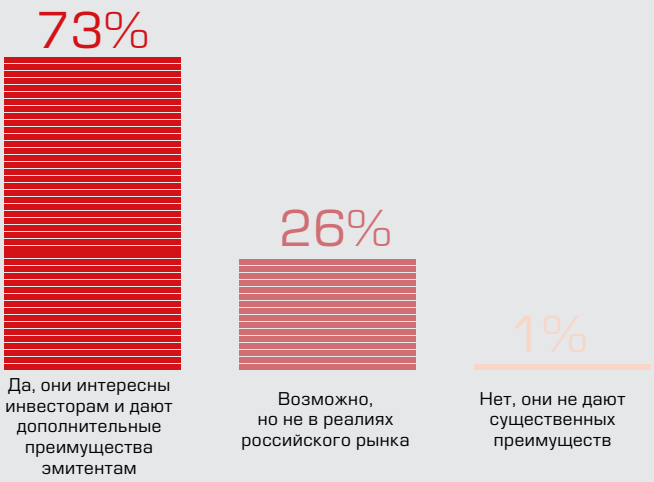
Для эмитентов такая бумага имеет целый ряд преимуществ: она позволяет минимизировать влияние инфляционных шоков на объем процентных выплат по сравнению с инструментами, которые ориентированы на ИПЦ. Сама по себе ставка купона низкая, и это комфортно для эмитента, так как в меньшей степени отвлекает оборотный капитал в ходе реализации проектов. Погашение проиндексированного номинала происходит в конце срока обращения, есть возможность синхронизировать этот процесс с завершением инвестиционного цикла проекта. Что дает такая бумага инвестору? Во-первых, она защищает от «размывания» купона и номинала в случае, если ожидания инвестора относительно будущей инфляции оказываются неверными. Это реальный инструмент сохранения капитала за счет получаемой реальной доходности, в первую очередь для консервативных инвесторов с длинным горизонтом вложений. Облигации с индексируемым номиналом менее волатильны по сравнению с традиционными бондами. Кроме того, они слабо коррелируют с другими классами активов, это позволяет использовать такие облигации как инструмент диверсификации портфеля и хеджирования. Наконец, этот инструмент прозрачный и понятный для рынка.

ПРЕЗЕНТАЦИЯ

Федор Теребков, начальник департамента заимствований на рынках капитала, Газпромбанк:

Плавающие ставки дают целый ряд преимуществ. Они позволяют

ИНТЕРАКТИВНЫЙ ОПРОС



Нуждается ли российский рынок в облигациях с индексируемым номиналом/плавающей ставкой?

диверсифицировать инвестиционный портфель за счет низкой корреляции между бумагами с плавающей ставкой и прочими классами активов. Вы приобретаете бумагу с более низкой волатильностью по сравнению с другими активами, не берете на себя риск макросреды (инфляция, денежно-кредитная политика Центральных Банков).

Эмитент в этом случае расширяет для себя круг инвесторов, занимает по потенциально более низкой стоимости в настоящем или — ожидаемо — в будущем, в зависимости от текущей конъюнктуры, принимая риск неблагоприятного изменения ставок на себя.

Глобальный рынок флоатеров — это 13% всего мирового рынка облигаций (почти половина из них приходится на ставки и свопы денежного рынка для снятия рисков валютных колебаний), долю в 30% занимают бумаги с привязкой к инфляции.

На развивающихся рынках обычно до 30% выпускаемых облигаций — это флоатеры, большую часть бумаг эмитируют суверены и финансовые институты.

Российский рынок флоатеров по структуре похож на другие развивающиеся рынки: 50% приходится на облигации с привязкой к ставкам денежного рынка и ключевой ставке, 40% — на бонды с привязкой к инфляции, до 10% — на бумаги с привязкой к ОФЗ.

В отличие от других emerging markets в России корпоративные заемщики выпускают флоатеры в основном под инфляцию. Но, скорее всего, структура будет меняться в сторону привязки к ОФЗ. В целом потенциал рынка велик, так как колебания макросреды весьма значительные.

Газпромбанк поставил перед собой цель перейти на флоатеры, так как есть желание увеличить длину займов, но не нести при этом серьезных процентных рисков. Мы приступили к формированию портфеля облигаций с плавающей ставкой в декабре 2015 года. По состоянию на 1 декабря 2016 года объем портфеля составил 45.8 млрд руб. Сейчас больше 50% бумаг в портфеле — с привязкой к ROISFIX, кроме того, есть бумаги с привязкой к ОФЗ (для портфельных инвесторов).

МНЕНИЕ

Дмитрий Дембич, партнер, «Бейкер Макензи»

Спрос на субординированные бонды зависит от состояния рынка. Бессрочные выпуски, идущие в добавочный капитал, интересны, хотя есть дополнительные риски, которые отсутствуют в отношении капитала второго уровня. Преимущества субордов связаны с бессрочностью: у эмитента нет необходимости идти на рынок и рефинансировать эту бумагу. Высокий спрос на субординированные облигации возможен в случае повышенной потребности банков в рефинансировании в 2017–2019 годах.

С 2017 года также вступают в силу новые требования по достаточности капитала, и это может вызвать увеличение объемов эмиссии таких бумаг и рост спроса со стороны инвесторов. В результате на рынок можно будет выходить по ставкам заметно ниже установленных ЦБ (10% годовых в валюте по евробондам, 15% годовых для рублевых облигаций).

Большое плавание

В 2016 году внешние факторы практически не влияли на действия управляющих, сошлись во мнении участники дискуссии. Гораздо большее влияние на российские портфели имели решения регулятора. Однако выбранные стратегии, в том числе активное использование флоатеров, оправдали себя. Бонды с плавающей ставкой продолжат оставаться интересной инвестидеей и в 2017 году. Маяком для управляющих станут новые стратегические цели ЦБ и предстоящие решения регулятора по ключевой ставке. Портфельные менеджеры рассчитывают, что действия Банка России будут способствовать росту активности в первичном и вторичном сегментах в 2017 году и увеличению ликвидности долгового рынка, особенно в корпоративном секторе.

Как ни странно, в 2016 году, который оказался особенно богатым на яркие события на международных рынках, сектор локальных долговых бумаг не испытал никаких встрясок из-за внешних шоков. «В России в этот период наблюдалась политическая стабильность. Поэтому мы видели приток иностранного капитала, — вспоминает **Иван Гуминов, главный портфельный менеджер «РОНИН Траст».** — В 2017 году нас наверняка ждут какие-то сюрпризы от Трампа, развитие переговоров по Brexit. Ликвидность к нам на рынок несомненно будет приходить с этой стороны и в 2017 году. Но в отличие от ситуации, которая складывалась даже два года назад, наш рынок чувствует себя достаточно уверенно, потому что у нас есть ликвидные флоатеры, которые защищают от большинства рисков, например от инфляции».

По словам Гуминова, если управляющий портфелем находится в рублевой инвестиционной зоне, то он будет чувствовать себя спокойно. Если у вас базовая валюта доллар или евро, то придется ребалансировать портфель из рублевых инструментов в евробонды или, например, в акции. «Мы предполагаем увеличивать долю акций в наших портфелях, но по большей части будем держать средства в консервативных инструментах и флоатерах», — сказал он.

«В 2016 году у нас был достаточно консервативный портфель: это были бумаги с горизонтом два-три года, а также флоатеры, которые в целом дают достаточно большой текущий доход, — рассказал **Константин Артемов, портфельный управляющий УК «Райффайзен Капитал».** — Сейчас по отдельным портфелям мы имеем возможность принимать на себя более высокие риски, поэтому в следующем году планируем ребалансировать часть портфелей».

Включение флоатеров в портфель стало хорошей инвестидеей в 2016 году. Этот инструмент имеет все шансы сохранить популярность и в ближайшие 10 месяцев, полагают представители buy side.

«Мы поучаствовали в выпусках ОФЗ-ИН, этот инструмент прекрасно

показал себя, — признался **Дмитрий Михайлов, генеральный директор EG Capital Partners.** — Я призываю корпоратов, особенно тех, кто может себе позволить привязку к инфляции, выпускать бонды с плавающей ставкой».

«Флоатеры действительно интересный инструмент на горизонте полгода. Основной вопрос – когда настанет время выходить из них: с того момента, как участники начнут закладывать реальные ожидания снижения ставок, до того момента, как эти ожидания начнут реализовываться. Пока мы пытаемся это понять, оценить временные лаги», — **рассуждает Игорь Козак, руководитель направления по управлению активами с фиксированной доходностью «ТКБ Инвестмент Партнерс».**

А вот и главная интрига 2017 года — действия ЦБ в отношении ключевых индикаторов. «ЦБ имеет все шансы для понижения ставки до 8.5%. Если мы увидим инфляцию на уровне 5–5.5% в 2017 году, то такой сценарий, скорее всего, реализуется», — считает Константин Артемов.

«В наш базовый прогноз по ключевой ставке на 2017 год закладывается снижение в пределах 100 б.п., — говорит Игорь Козак. — В реальности я бы говорил о 75 б.п., ЦБ продолжит смещение, но довольно медленно. В первую очередь это будет связано с инфляционными ожиданиями участников рынка. Таргет по инфляции в 4% выглядит очень амбициозно, нам кажется, что инфляция замедлится до 5%, возможно, пробьет эту отметку».

«Инфляция снижается, но ЦБ не торопится снижать ключевую ставку. Регулятор действует ортодоксально, раз он пообещал, что в первом или во втором квартале вернется к этому вопросу, значит, мы можем быть практически уверены, что ставку опустят, — убежден Иван Гуминов — А вот насколько, это довольно сложный вопрос».

Гуминов уверен, что именно ЦБ станет главным поставщиком новостей на рынок: «В 2017 году, когда должен быть избран новый глава ЦБ, необходимо будет установить новую долгосрочную цель. Какой она будет? Снизить инфляцию до 3% к 2025 году? Думаю, новые цели, которые ЦБ будет озвучивать, коснутся не только инфляции. На мой взгляд, регулятор должен озаботиться темпами экономического роста. В условиях экономического роста спрос на инвестиции вырастет, корпоративные эмитенты будут занимать на долговом рынке активнее, это приведет к росту его ликвидности».

«Мы надеемся, что ликвидность будет расти, — говорит Артемов. — Сейчас мы можем говорить о двухгодичном горизонте снижения инфляции до 4% и ставки до 6–6.5%. Тогда будет ликвидность в ОФЗ и в корпоративных бумагах. Сейчас она довольно низкая, в корпорациях ее практически нет, только в ОФЗ. На мой взгляд, на текущий момент корпоративные бумаги торгуются с очень узким спредом к ОФЗ и будут следовать за динамикой госбумаг. Поэтому получить дополнительный доход можно будет только через купон».

Но Гуминов уверен, что в 2017 году на локальном рынке увеличится количество размещений качественных корпоративных эмитентов, которые захотят вернуться на рынок и будут предлагать премию ко вторичному сегменту. Это может стать довольно интересной идеей, которая позволит управляющим заработать альфу.

Регионы идут на рекорд

В 2016 году сектор субфедерального долга достиг рекордных показателей за всю историю — 600 млрд руб. На рынок вернулись Московская область, ЯНАО, Свердловская область, Ставропольский край, ХМАО, сумевшие разместить выпуски, несмотря на плохую конъюнктуру. В 2017 году сильные регионы продолжат наращивать уровень долга для реализации инвестиционных проектов. В конце 2017 года может состояться возвращение известного заемщика — Санкт-Петербурга, который не размещал облигации с 2012 года. Кроме того, о готовящемся дебюте объявила Калининградская область.

2016 год оказался для сектора субфедеральных и муниципальных заимствований сверхудачным. Только в ноябре объем размещений составил 67.2 млрд руб. — это абсолютный рекорд рынка. Многие выпуски размещались с большой переподпиской. Например, при размещении займа Московской области объемом 25 млрд руб. книга собрала заявки на сумму больше 100 млрд руб. Такого в истории сектора еще не было, рассказал **Дмитрий Барков, директор департамента по работе с государственным сектором Совкомбанка.**

Банкиры рассчитывают на то, что активность регионов на рынке долга сохранится и в 2017 году.

«В последние несколько месяцев у нас очень сильно вырос спрос на рейтинги со стороны регионов. В основном рейтинг нужен им для размещения. Так что новые имена определенно будут, — согласился **Владимир Редькин, старший директор направления «Международные региональные финансы» агентства Fitch Ratings.** — Регионы постепенно возвращаются к формированию своей инвестиционной политики после долгого перерыва. Это хороший знак. Мы ожидаем в 2017 году продолжения этой тенденции. Если будет принято решение об увеличении инвестиций в ряде сильных регионов, то и сегмент долгосрочного долга будет расти и развиваться».

В 2017 году одним из интересных событий на рынке регионального долга может стать возвращение Петербурга. Как рассказал на конгрессе **Алексей Корабельников, председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга,** на 2017 год город запланировал бюджетный дефицит, который приблизится к 70 млрд руб., Петербург вернется к рыночным заимствованиям. Облигации станут основным источником покрытия дефицита.

«Помимо инвестиционных расходов есть необходимость выполнения всех обязательств бюджета. Поэтому часть капитальных расходов вынужденно финансируется за счет заимствований, — объяснил **Эдуард Батанов, временно исполняющий обязанности заместителя председателя Правительства Калининградской области.** — Конечно, в 2017 году будут новые размещения. Но более актуальным для регионов в ближайшие годы станет вопрос, как будет погашаться то, что уже размещено».

Батанов рассказал, что Калининградская область собирается в 2017 году выйти на рынок с бумагами на 7–8 млрд руб., заместив облигациями короткие коммерческие кредиты.

Тенденция удлинения дюрации региональных выпусков продолжится, сошлось во мнении большинство участников дискуссии.

По словам Эдуарда Батанова, в 2016 году на рынке была хорошая избыточная ликвидность, это давило на ставки и позволяло эмитентам привлекаться на более длительный срок. Дмитрий Барков уверен, что в следующем году мы увидим больше десятилетних выпусков, а вместо

пятилетних бумаг будут преобладать семи–восьмилетние выпуски. «Не надо бояться длинной дюрации, потому что рынок готов ее покупать, 2016 год это показал», – добавил он.

Более сдержанный прогноз дал **Евгений Литвин, заместитель генерального директора ИК «Регион».** Дальнейшего роста дюрации и увеличения спроса инвесторов на очень длинные бумаги в следующем году не будет, полагает он. Эмитенты будут выстраивать структуру своих долговых обязательств исходя из своего платежного баланса, структуры планируемых погашений. А организаторы будут искать точки соприкосновения между интересами эмитентов и инвесторов.

Достаточно консервативным останется рынок регионального долга и в выборе инструментов для привлечения средств. «Две вещи, которых нужно избегать регионам — это валютные заимствования и плавающие ставки, — убежден Эдуард Батанов. — Делать выпуски, привязанные к инфляции или ОФЗ, — это опереточная история для субъектов, не говоря уже о муниципалах. Для субъекта главное привлечь средства и забыть, вовремя платить купон и гасить бумаги. Есть много примеров, когда переменные ставки убивали эмитента».

Одной из тенденций 2016 года стал рост интереса частных инвесторов к облигациям регионов. «В ряде книг, где Совкомбанк выступал организатором, мы действительно заметили большой спрос со стороны физиков. Взять хотя бы недавнее размещение Московской области — там были мелкие заявки от физлиц на общую сумму порядка 200 млн руб.», — рассказал Дмитрий Барков.

Однако никто из представителей организаторов не видит смысла в том, чтобы делать специальные займы для населения, выпуская так называемые программы народных облигаций. «Скорее нужно вести более активную работу с населением, чтобы оно полноценно участвовало в рыночных размещениях через брокеров», — полагает Барков.

Алексей Жуков, главный консультант управления государственного долга и финансовых рынков Министерства управления финансами Самарской области, рассказал о том, что в регионе еще в декабре 2015 года начали разрабатывать механизм облигационного займа, ориентированного на население. Реализовали его путем запуска пилотного проекта — реновации старой части Самары. Эмитентом выступила дочерняя структура Самарского областного фонда жилья и ипотеки. «Это внебиржевые бумаги. Мы не хотели, чтобы эта эмиссия ложилась бременем на госдолг, поэтому в качестве эмитента выбрали хозяйственное общество и реализовали впервые в России выпуск в такой конфигурации. В качестве залога выступало имущество Самарской области, которое находится у нас в областном залоговом фонде. Это дополнительное преимущество для физлиц. В нашем случае мы предлагаем инвесторам ставку 13%. Даже с учетом текущего налогообложения это достаточно привлекательный уровень, — полагает он. — Начиная с сентября, ежемесячно физлица покупают в среднем порядка 300 с лишним облигаций номиналом 60 тыс. руб. На начало декабря было размещено порядка 70% общего объема эмиссии».

«Популяризация облигаций среди физлиц может и должна проходить в рамках повышения финансовой грамотности, но не надо забывать, что каждый должен нести свой чемодан — привлечением средств населения должны заниматься профессиональные институты: банки, брокеры и так далее. Если физлица придут к нам в выпуски через банки и брокеров, мы будем рады, но заниматься привлечением физиков своими силами для нас слишком дорого», — считает Батанов.

Никакого экономического смысла в этом нет, — согласился Евгений Литвин. — В общей структуре заимствований это незначительные объемы, по ставкам гораздо дороже рынка. Что касается самих инвесторов, мне кажется, здесь дело в низком уровне не столько финансовой, сколько технической грамотности. Когда население сможет несколькими движениями пальцев по экрану купить себе облигации, тогда ситуация сможет как-то сдвинуться».

В 2016 году порядка 80% размещений в секторе субфедеральных и муниципальных облигаций пришлось на топ-3 игроков. Такая высокая концентрация в сегменте сохранится, сошлись во мнении банкиры. По-прежнему непрозрачной остается ситуация с тендерами по выбору организаторов для региональных выпусков. Проблема заключается в том, что на законодательном уровне не найден механизм, который позволил бы, по мнению игроков, уйти от так называемых комиссий размером 1 коп. в проектах по размещению выпусков.

Эдуард Батанов напомнил, что в свое время Санкт-Петербург в качестве эмитента самостоятельно размещал свои облигации, не прибегая к услугам инвестбанков. Выпуск оказался вполне успешным. Но опыт Питера пока никто из регионов повторить так и не решился.

«Меня бы устроила ситуация, когда эмитент выходит в «окно» на бирже, а инвестиционные агенты конкурируют между собой: кто сформировал наибольший пул инвесторов по максимально низкой ставке, тот и получил мандат», — предложил Батанов.

Однако банкиры убеждены, что в ближайшие годы никакой революции в процессе размещения региональных и муниципальных бумаг точно не случится. «Организатор облигационного займа для регионов — это своего рода хедж. Таким образом эмитент страхуется по ставке и по объему. Мы все неоднократно сталкивались с ситуацией, когда при выставлении заявок приходит либо недостаточное количество инвесторов для размещения всего объема, либо заявки выставлены по уровням, которые не устраивают эмитента. Здесь подключается организатор, мы вступаем в переговорный процесс, и оказывается, что выпуск в итоге был размещен гораздо эффективнее», — резюмировал Евгений Литвин.

Быстрее, проще, дешевле

Кажется, под таким девизом регулятор намерен в ближайшие годы продвигать на рынок новый инструмент — коммерческие облигации. ЦБ собирается еще больше упростить процесс выпуска таких бумаг: он хочет добиться того, чтобы весь процесс привлечения средств через выпуск коммерческих бондов для эмитентов (при повторном размещении) занимал не больше трех часов. По-прежнему много вопросов остается у рынка по поводу качества эмитентов коммерческих облигаций и поиска инвесторов для подобных выпусков.

По данным НРД, на 1 декабря в России зарегистрировано шесть выпусков коммерческих бумаг (в том числе два в рамках программы) общим объемом 3.43 млрд руб. Размещено четыре выпуска коммерческих бондов на общую сумму 3.23 млрд руб.

Коммерческие облигации — довольно новый инструмент на российском облигационном рынке. Нормативная база для них появилась в 2014 году. «Это альтернативный инструмент краткосрочных заимствований, — пояснил **Алексей Балашов, руководитель экспертной группы департамента развития финансовых рынков Банка России.** — Прямыми конкурентами коммерческих бумаг являются векселя и краткосрочные банковские кредиты». Но ЦБ никакой проблемы в этом не видит: на стадии развития на рынке должно присутствовать как можно больше различных инструментов.

По словам **Дениса Бурякова, управляющего директора по депозитарной деятельности НКО АО НРД**, потенциальные эмитенты коммерческих бондов — это компании, которым нужно быстро и недорого выйти на внебиржевой рынок, чтобы привлечь финансирование под проекты или рефинансировать существующие кредитные обязательства. Выпускать коммерческие облигации могли бы малые и крупные предприятия, банки, инвесткомпании, лизинговые компании.

Главными преимуществами коммерческих облигаций ЦБ считает сокращение сроков выхода на рынок и снижение стоимости этого процесса. «По сравнению с привычными биржевыми бондами, расходы на выпуск сокращаются в два-три раза (в зависимости от объема эмиссии), — рассказала **Ирина Черевко, начальник управления организации эмиссии банка «Открытие».** — Явное преимущество — и время выхода на рынок: оно сокращается с шести-семи недель для биржевых облигаций до трех недель для дебюта по коммерческим бондам».

Пока один из главных спорных вопросов в отношении коммерческих облигаций — поиск инвесторов для подобных выпусков. Помимо сложностей, которые связаны с информированием рынка о выпуске коммерческих облигаций, существует и проблема доверия к эмитентам

таких бумаг. Хотя в некоторых случаях, когда информации слишком мало, НРД может запросить у заемщика дополнительные документы о финансовом положении эмитента, заверил Денис Буряков.

«Биржевых котировок по данным бумагам нет, так как они не обращаются на бирже. И это гипотетически может сузить круг инвесторов из числа банков, — полагает Ирина Черевко. — Пока эти бумаги не включаются в Ломбардный список и не принимают участия в биржевом РЕПО. Инструмент закрыт и для инвестирования средств пенсионных фондов. Зато для страховых компаний формальных ограничений нет».

Статистика обычных биржевых размещений говорит, что около 50% облигационных выпусков размещаются при участии не более девяти инвесторов, уточнил Алексей Балашов. Размещаемые по закрытой подписке коммерческие облигации также предполагают наличие пула заранее определенных инвесторов. При увеличении количества последних могут возрастать и расходы на размещение.

Ирина Черевко выделяет три жизнеспособных типа сделок по размещению коммерческих облигаций среди узкого круга инвесторов. Во-первых, это межхолдинговые займы, когда расчеты происходят внутри холдинга, а раскрытие информации для внутренних инвесторов не требуется. Второй вариант — это клубные сделки, когда эмитент хорошо известен инвесторам, поэтому раскрытие не требуется. В ходе размещения оформляется несколько договоров купли-продажи. И третий вариант — размещение под клиентов управляющих компаний. В этом случае появляется существенная экономия на отсутствии издержек биржи при небольшом объеме выпуска. Зарегистрировать условия выпуска можно быстро под собранный пул. При размещении заключается один договор купли-продажи с УК. По словам Ирины Черевко, банк «Открытие» сам зарегистрировал программу коммерческих облигаций и планирует в скором времени разместить первый выпуск под клиентов управляющей компании.

Алексей Балашов уверен, что для повышения привлекательности инструмента нужно и дальше сокращать сроки выхода на рынок для эмитентов. К примеру, хорошим таргетом можно считать три часа от начала операции и до ее завершения (только при повторном выходе на рынок).

В дальнейшем регулятор намерен вообще отказаться от регистрации условий выпуска коммерческих облигаций, изменить схему подписания эмиссионных документов (включить возможность подписания документов по доверенности), добавить для эмитента возможность самостоятельно формировать идентификационный номер, ввести электронный документооборот, разработать единые стандарты заполнения документов.

Что касается включения коммерческих бондов в Ломбардный список ЦБ с последующим правом рефинансирования под залог этих бумаг, то это перспектива не одного и не двух лет.

9 декабря в Санкт-Петербурге на гала-ужине в честь закрытия XIV Российского облигационного конгресса состоялось вручение традиционных рыночных наград Cbonds Awards. В 2016 году организаторы выделили 24 номинации. В голосовании приняли участие 466 представителей долгового рынка. Рекордсменами по количеству призовых мест стали ВТБ Капитал, Газпромбанк, Совкомбанк и «Регион».

Cbonds Awards — ежегодная премия, которая вручается лучшим участникам российского облигационного рынка. Победителей в ходе открытого голосования определяют сами участники рынка. Голосование проходит ежегодно с 2006 года. Участники рынка традиционно выбирают лучшие команды DCM, sales, trading, лучшую аналитику на рынке облигаций, лучшую сделку первичного размещения среди корпоративных и субфедеральных заемщиков. Кроме командных номинаций предусмотрены и персональные награды лучшим аналитикам по fixed income. В разные годы номинантами Cbonds Awards становились представители крупнейших IB-команд на российском рынке: ВТБ Капитал, Sberbank CIB, Газпромбанк, ГК «Регион», Промсвязьбанк, Райффайзенбанк, ФК «Открытие» и другие.

Номинация	Место	Победители
Лучшая аналитика по рынку облигаций	1	Райффайзенбанк
	2	Газпромбанк
	3	ВТБ Капитал
Лучшая команда sales на рынке облигаций	1	ВТБ Капитал
	2	Газпромбанк
	3	БК «Регион»

Номинация	Место	Победители
Лучший инвестиционный банк по работе с компаниями (ТЭК)	1	Газпромбанк
	2	Sberbank CIB
	3	ВТБ Капитал
Лучший инвестиционный банк по работе с компаниями (non-oil sector)	1	Sberbank CIB
	2	Газпромбанк
	3	Альфа-банк
Лучший инвестиционный банк по работе с фининститутами	1	ВТБ Капитал
	2	Совкомбанк
	3	Sberbank CIB
Лучший российский инвестиционный банк на рынке еврооблигаций	1	Sberbank CIB
	2	ВТБ Капитал
	3	Газпромбанк
Лучший инвестиционный банк по работе с субъектами и МО РФ	1	Совкомбанк
	2	ВТБ Капитал
	3	БК «Регион»

Номинация	Место	Победители
Лучший инвестиционный банк (компания) по работе со II-III эшелонами заемщиков	1	БК «Регион»
	2	Совкомбанк
	3	Банк «Открытие»
Лучший организатор вторичного размещения облигаций		Совкомбанк
Лучший трейдинг на рынке облигаций	1	Газпромбанк
	2	ВТБ Капитал
	3	БК «Регион»
Лучший брокеридж на рынке облигаций	1	БК «Регион»
	2	«Открытие Брокер»
	3	Газпромбанк
Лучший институциональный инвестор на рынке облигаций		EG Capital Partners
Лучшая юридическая фирма на рынке облигаций	1	LECAP
	2	Baker & McKenzie
	3	АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»
Лучшая сделка первичного размещения корпоративных облигаций		Россельхозбанк Организаторы: Россельхозбанк, ВТБ Капитал

Номинация	Победители
Эмитент года	**«Транснефть»**
Лучшая сделка первичного размещения субфедеральных/ муниципальных облигаций	**Самарская область** Организаторы: Совкомбанк, ВТБ Капитал
Лучшая сделка первичного размещения на рынке секьюритизации	**СФО ПСБ МСБ 2015** Организаторы: Промсвязьбанк, МСП Банк, БК «Регион», ЕАБР Юридический консультант: Baker & McKenzie
Лучшая сделка первичного размещения концессионных облигаций	**ТКК** Организаторы: ИК «Лидер», Банк «РОССИЯ» Юридический консультант: «Линия права»
Реструктуризация года	**«ГЕОТЕК Сейсморазведка»** Организаторы: Связь–Банк, Банк «Открытие» Юридический консультант: LECAP
Лучшая сделка первичного размещения еврооблигаций	**ГТЛК** Организаторы: J.P. Morgan, «Ренессанс Капитал», UBS, ВТБ Капитал
Лучшие аналитики по fixed income	**Юрий Тулинов** **Алексей Демкин** **Александр Ермак**
Прорыв года	**БИНБАНК**
Дебют года	**ФПК** Организаторы: ВТБ Капитал, Газпромбанк
Возвращение года	**МОСКОВСКАЯ ОБЛАСТЬ, 35010** Организаторы: ВТБ Капитал, Газпромбанк, Sberbank CIB, Совкомбанк

Однажды мир прогнется под нас!

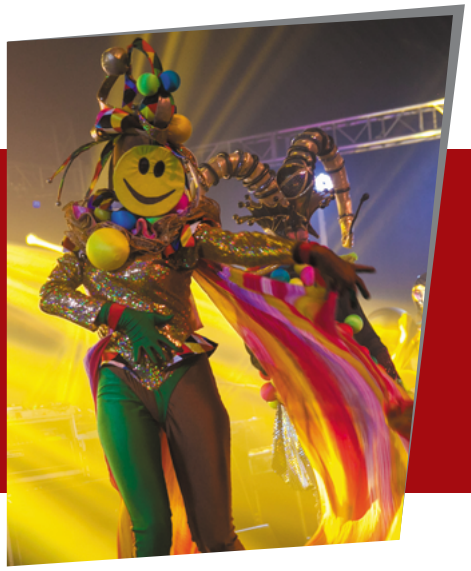
Неформальная программа XIV Российского облигационного конгресса началась вечером 8 декабря. В этом году на традиционный ужин в ресторане Paulaner организаторы пригласили питерскую команду Markscheider Kunst, которая помимо основного творчества стала известна своими саундтреками к фильму «Питер.fm».

9 декабря после обеда финансисты собрались на Кубок Cbonds по интеллектуальной игре. В турнире приняли участие 13 команд, в числе которых были команды ИК «Регион», ЛОКО-Банка, благотворительного фонда «Будь Человеком», Московской Биржи и другие.

Вести игру пригласили Михаила Скипского, известного знатока, члена элитарного клуба «Что? Где? Когда?», двукратного обладателя «Хрустальной совы». Участников ждала разминка, два тура вопросов и даже традиционный черный ящик. Все вопросы касались темы финансов.

Победителем из интеллектуальной борьбы вышла команда ИК «Регион».

В тот же день участники конгресса встретились на гала-ужине в честь закрытия конференции. В этом году он проходил на новой площадке — в «Хрустальном павильоне», который установили в исторической части Петербурга, прямо на территории Петропавловской крепости.

Хедлайнером вечера стала группа «Машина Времени». Концерт продолжался около часа. Лидер команды Андрей Макаревич спел несколько новых песен, а потом прозвучали хиты, которых все ждали: «Поворот», «Однажды мир прогнется под нас», «Марионетки», «Вагонные споры» и другие.

Напоследок гостей ждал еще один сюрприз: на большом экране началась трансляция неофициального ролика XIV Российского облигационного конгресса, который команда Cbonds спродюсировала и сняла в качестве промо конференции и который набрал больше 6000 просмотров на Youtube. И тут на сцену вышла питерская певица Алена Мажорова, исполнительница песни в клипе, которая вживую спела для участников облигационного конгресса новый хит — «На офигенных Сибондах».