Андрей СОЛОВЬЕВ,
руководитель управления рынков
долгового капитала, «ВТБ Капитал»

«Россия — тот рынок, где мы не можем проиграть»

Cbonds Review поговорил с руководителем управления рынков долгового капитала «ВТБ Капитал» Андреем Соловьевым о том, насколько радикально поменяется пул международных инвесторов в российские евробонды под влиянием последних санкций, почему российские инвесторы всё реже идут в российские выпуски, какие структуры сделок пользуются наибольшим спросом и почему не работают попытки эмитентов продать амортизационные структуры выпусков, а также о том, как и за счет каких рынков «ВТБ Капитал» намерен компенсировать потенциальные потери из-за давления на международный бизнес, связанный с размещением российских эмитентов.

— Как бы вы охарактеризовали ситуацию на рынке еврооблигаций в 2018 году?

— В первом квартале, когда уже стало ясно, что будет минимум три повышения ставок ФРС и сохранится геополитическая неопределенность, наиболее опытные заемщики выходили на рынок с новыми выпусками. В этой ситуации проходили размещения Газпрома, Российской Федерации, на рынок выходили такие заемщики, как «Полюс» и «РусГидо». Данная стратегия была правильной, так как в тот момент на рынке сохранялись еще пока исторически низкие ставки, которые уже входили в цикл роста.

— 2017 год порадовал нас солидным объемом размещений на рынке еврооблигаций. Ожидаете ли вы продолжения высокой активности в текущем году, несмотря на новостной фон? Или результаты по объемам размещений будут существенно скромнее?

— Бесспорно, повышение ставок американским казначейством одновременно с понижением ставок ЦБ России ведет к тому, что часть эмитентов начинают переключаться на внутренние рынки заимствований. Если рассматривать геополитический фактор, то некоторые из международных инвесторов сейчас более осторожно идут в сделки, но если речь идет о хорошей доходности и эмитенте, то инвестор готов брать этот риск.

— Насколько радикально меняется отношение иностранных инвесторов к российским долгам под влиянием последних событий? По вашим ощущениям, что перевесит в этом году: санкции или положительная рейтинговая динамика?

— Конечно, в сознании инвесторов всегда перевешивает расчетливость. Поэтому, если у них есть возможность купить «хорошую» бумагу, они это делают. Когда мы размещали еврооблигации России, наш пул американских

и европейских инвесторов пополнился. У нас появилось пять новых американских инвесторов, которые до этого наши суверенные бумаги не покупали, также мы увидели расширение европейской инвесторской базы, хоть и в меньшей степени. Это, конечно, очень позитивный факт, потому что при переходе в инвестиционную рейтинговую категорию эмитент существенно расширяет список потенциальных инвесторов, которые могут участвовать в размещении, так как достаточно большая часть базы инвесторов покупает бумаги не ниже определенной инвестиционной категории. Бесспорно, для России это большой плюс.

— Если говорить о предстоящих сделках, вы ожидаете, что пул инвесторов продолжит сжиматься под влиянием последних объявленных санкций?

— Уровень ликвидности среди инвесторской базы очень высокий. Ее нужно как-то использовать. В условиях, когда в Штатах и Европе пока по-прежнему очень низкие ставки, высокодоходных альтернатив российским еврооблигациям не так уж и много. Особенно с учетом надежности этих инструментов, если брать в расчет макроэкономическую картину в стране.

— Какова, по вашему мнению, вероятность того, что двум крупнейшим клиринговым системам все же запретят работать с российскими бумагами? Вы для себя такой сценарий рассматриваете? Как это повлияет на российские евробонды?

— Прежде всего стоит уточнить, что Clearstream начиная с 2013 года с Российской Федерацией не работает. В основном международные инвесторы работают с российскими бумагами через Euroclear. Полагаю, что абсолютный отказ обеих международных систем от работы с российскими бумагами крайне маловероятен.

И все же, если что-то подобное произойдет, не стоит забывать, что вариант с клирингом через НРД, который мы опробовали как раз на примере государственных облигаций РФ с погашением в 2026 году, тоже имеет право на существование. Многие западные инвесторы находили возможность с помощью своих брокеров покупать бумагу именно через НРД. У Национального расчетного депозитария создана независимая система. Я считаю, что Минфин принял совершенно правильное решение, когда начиная с 2016 года перешел на НРД, тем самым нивелировав риски, о которых мы с вами говорили выше. Это решение существенно помогает защитить размещение.

— Насколько сложны текущие условия на рынке для успешного размещения?

— На сегодняшний день существуют определенные сложности. К примеру, российские инвесторы раньше активнее участвовали в размещениях, а в последний год мы видим их в транзакциях все реже. В частности, в последнем размещении Российской Федерации львиная доля пришлась именно на международных инвесторов, что совпадало с планами Министерства финансов. Мы считаем, что это позитивный вариант во всех отношениях — и в политическом, и в экономическом, и в плане притока капитала в страну.

— С чем главным образом связан тот факт, что российские инвесторы все чаще не идут в российские евробондовые выпуски?

— Американские ставки растут, стоимость финансирования для российских инвесторов выросла, а доходности, возможно, не столь привлекательны для них. Это один из факторов. Кроме того, не нужно забывать, что эти же российские инвесторы активно покупают и локальные бумаги. У них есть определенные лимиты на тех или иных эмитентов. В последнее время некоторые российские эмитенты активно работали и на внутреннем, и на внешнем рынках. При этом значение внутреннего рынка для заемщиков возрастает, сейчас он крайне активен. За счет того что ставки падают и будут продолжать падать, многие инвесторы закрывают свои лимиты локальными бумагами и им сложнее выходить с большими объемами на международные выпуски.

— Можете ли вы выделить какие-то новые тенденции на первичных размещениях, которые появились относительно недавно? И с чем они связаны?

— Одна из главных тенденций — сильный рост волатильности. Найти правильное окно для размещения становится сложнее. Это приводит к тому, что большинство road show выпусков проводятся сильно заранее. Инвесторы понимают, что если рынок начинает двигаться в другую сторону, то компании не торопятся с размещением, а ждут правильного момента.

Второй аспект работы — это период открытия книг, который сейчас составляет один-два дня как раз по той же причине, из-за волатильности рынка приходится двигаться очень быстро.

Третий аспект — это наличие интересных эмитентов с сопоставимыми рейтингами на других emerging markets. Они выходят на рынок с новыми сделками и предлагают довольно внушительные премии. На эту ситуацию мы тоже реагируем, размещая российских эмитентов. Например, если еще год назад российские эмитенты выходили на рынок и размещались внутри или в конце кривой, то сейчас это время уходит в прошлое. Когда на рынки выходит такой объем новых эмиссий из EM, международные инвесторы могут выбирать. Это новая парадигма, в которой мы живем. Я уже говорил, что российские эмитенты очень агрессивно размещались в прошлом году: по кривой или внутри кривой. Ставки сейчас растут, тот же агрессивный подход уже не работает. Эмитентам приходится намного больше давать инвестору.

— Появляется ли какая-то новизна в структурах сделок, или на пике спроса по-прежнему plain vanilla бонды?

— Конечно, plain vanilla по-прежнему пользуются наибольшим спросом. Были отдельные попытки делать, например, амортизационные структуры выпусков. Но то, что хорошо для эмитента, не всегда хорошо для инвестора. Когда через год-два эмитент начинает выплачивать инвестору по частям долг, у последнего появляется вопрос, куда эти средства реинвестировать, и возникает так называемый reinvestment risk.

Единственное изменение за последние пару лет — это использование НРД для суверенных транзакций.

— Для эмитента это в принципе намного проще, так?

— Для суверенного долга это создает более спокойные условия и предсказуемость исполнения, потому что в этом случае из цепочки исключается целый ряд посредников, которыми, как правило, являются подразделения американских банков, тоже подверженные определенному давлению со стороны казначейства

США. Поэтому риск исполнения сделок существенно возрастает. Конечно, для Минфина использование инфраструктуры НРД было крайне правильным решением, поскольку НРД берет на себя сразу несколько функций: он не только выполняет расчеты, но в то же время является фискальным и платежным агентом. Это очень важный инструмент.

— Последние годы достаточно сильные позиции на российских сделках занимают именно российские игроки, включая «ВТБ Капитал». Видите ли вы тенденцию к возвращению активной конкуренции со стороны международных банков? Их интерес к российскому рынку возвращается?

— На мой взгляд, тенденции не поменялись. Новых и забытых старых инвестбанков, которые возвращаются на российский рынок, мы не наблюдаем. Наоборот, многие игроки остаются в таком risk-off-режиме. Мы не видим увеличения конкуренции со стороны западных игроков. В принципе нас это полностью устраивает. Российские банки с нами не конкурируют по качеству работы, а западные банки осторожничают в России, сохраняя статус-кво. Сделки от этого нисколько не страдают. Я могу сказать, что нет никаких «секретных» инвесторов, к которым есть доступ у глобальных западных игроков и нет доступа у нас. У «ВТБ Капитал», например, очень активный американский франчайз. Отмечу, что в последней российской суверенной сделке, организованной «ВТБ Капитал», западные банки не принимали участие, тем не менее значительная часть выпуска была выкуплена инвесторами из США.

— Какова сейчас стратегия «ВТБ Капитал» на рынках капитала в России: за какие сделки вы готовы бороться в первую очередь?

— Мы настроены на все сделки с качественными заемщиками.

— Где сейчас комиссии выше?

— На локальном рынке уровень комиссий значительно ниже, чем в международных сделках. Причем речь не только про международный бизнес в России и СНГ, но и про другие рынки.

В этом отношении нам интересны китайские сделки. За последние три года мы организовали около 25 сделок для локальных эмитентов. Активные позиции занимает и наш трейдинг в Гонконге, что нам тоже очень помогает. В целом этот рынок для нас крайне интересен.

Мы очень надеемся на то, что наш бизнес будет более активен и в Африке. На данный момент мы наращиваем свое присутствие там, тем более что многие западные банки уходят из Африки. В этих странах очень важно понимать особенности ведения бизнеса, иметь грамотных relationship-менеджеров и хороший coverage. С нашей точки зрения, мы сейчас на правильном пути. Мы также осуществляем транзакции в Восточной Европе и даже на Ближнем Востоке. Позиции «ВТБ Капитал» в emerging markets очень сильные, это дает нам возможность использовать все преимущества и международный опыт в этих регионах.

— Сложно ли российскому банку работать на китайском рынке, например? Этот рынок принципиально другой, или правила игры для всех одинаковы и понятны?

— Если коротко отвечать на ваш вопрос, то да, это не просто. Прежде всего надо понимать, что в Китае фактически два рынка. Первый рынок — офшорный, но есть еще и оншорный рынок материкового Китая. Вот там очень серьезная степень бюрократии. Из российских корпоративных эмитентов только «РУСАЛ» разместил облигации в юанях, потратив на подготовку сделки два года.

Офшорный китайский рынок в Гонконге развивается интенсивнее. Причем многие китайские компании выпускают там бонды как в своей валюте, так и в долларах. Эти транзакции, как правило, проходят очень быстро. Круг эмитентов там достаточно известный, документация отработана, поэтому между назначением лид-менеджера и самой транзакцией может пройти не больше недели. Это немножко отличается от подхода, к которому мы привыкли в России, когда на подготовку документации уходит по два-три месяца.

— Насколько сильна конкуренция на китайском рынке со стороны местных игроков?

— Этот рынок действительно достаточно конкурентный. В каждой транзакции, как правило, присутствует довольно много банков: пара глобальных имен и 3–5 локальных банков. По этим транзакциям всегда достаточно широкие синдикаты. Правда, надо признать, что иногда количество не переходит в качество. Ведь чем шире синдикат, тем сложнее координировать сделку. Российские участники это уже усвоили.

— Какую долю сегодня занимает российский бизнес в общем объеме международного DCM по сравнению с другими рынками?

— Россия, конечно, остается для нас основным направлением бизнеса. Это тот рынок, где мы не можем проиграть. Тут мы всегда занимаем первое место. Надо отме-

ОДНА ИЗ ГЛАВНЫХ ТЕНДЕНЦИЙ — СИЛЬНЫЙ РОСТ ВОЛАТИЛЬНОСТИ, НАЙТИ ПРАВИЛЬНОЕ ОКНО ДЛЯ РАЗМЕЩЕНИЯ СТАНОВИТСЯ СЛОЖНЕЕ

тить, что у «ВТБ Капитал» есть преимущество перед другим игроками, потому что мы занимаемся и международным, и локальным бизнесом. В отличие от нас западные банки не занимаются локальными сделками, а российские банки не занимаются международным бизнесом, по крайней мере в сопоставимом масштабе. Поэтому когда две эти составляющие сходятся, мы фактически оказываемся «обречены» на первое место. Объективно очень трудно найти хорошие кадры для международного бизнеса в России, так же как западным банкам по этой же причине тяжело покрывать локальный рынок. Локальный рынок, как вы знаете, становится все менее и менее маржинальным, неудивительно, что многие западные банки принимают тактические решения о сокращении команд.

НОВЫХ И ЗАБЫТЫХ СТАРЫХ ИНВЕСТБАНКОВ, КОТОРЫЕ ВОЗВРАЩАЮТСЯ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК, МЫ НЕ НАБЛЮДАЕМ, НАОБОРОТ, МНОГИЕ ИГРОКИ ОСТАЮТСЯ В RISK-OFF-РЕЖИМЕ.

— Давайте поговорим про конкретные сделки. По данным Cbonds, «ВТБ Капитал» являлся одним из банков — организаторов размещения еврооблигаций ГТЛК, которое было отложено в связи с «волатильностью» рынка. Это первый за долгое время выпуск, который не был размещен (по крайней мере, до объявления апрельских санкций). Почему это произошло? Видите ли вы возможность для выхода компании на рынок с предложением еврооблигаций в ближайшем будущем, или же текущая конъюнктура является неблагоприятной?

— Компания по-прежнему остается нашим клиентом, и я не исключаю, что мы сможем возобновить эту транзакцию, исправив ошибки других банков, связанные со структурой выпуска.

— Что не так было со структурой выпуска?

— Инвесторы предпочитают простые и понятные вещи. А вот амортизируемая структура, которой придерживались ранее, многих отпугнула. Если ты выходишь на рынок с новой структурой, к которой инвесторы не привыкли, то ты существенно сужаешь круг потенциальных покупателей бумаги. А если ты при этом агрессивен по прайсингу, то это дополнительно снижает мотивацию инвесторов покупать облигации на первичном рынке.

— В середине марта Минфин РФ успел провести новый выпуск еврооблигаций. Несмотря на то что большинство участников рынка называли данное размещение успешным, нельзя не отметить, что оно прошло со значительной премией к рынку. С чем вы связываете такой прайсинг? Какова в нем доля политических рисков?

— Во-первых, я бы сказал, что это не совсем корректное утверждение. Россия-2047 вообще разместилась без премии, потому что это был обмен уже существующей бумаги, в рамках которого мы разместили $2.5 млрд. Этот выпуск становится самой ликвидной бумагой из emerging markets, бенчмарком из бенчмарков. Еще один важный момент, который нужно учитывать, анализируя итоговый прайсинг, это совокупный объем выпуска. $4 млрд — это большой объем. Параллельно шли размещения других суверенных долгов из EM, где давались премии от 30 до 50 б.п.

— У вас большой пайплайн сделок на второй-третий квартал?

— Наша стратегия заключалась в том, что еще в начале года мы ориентировали всех заемщиков на то, чтобы выходить на размещения в первом квартале. В итоге это оказалось правильной тактикой. Сейчас мы достаточно плотно работаем с эмитентами из Казахстана и ожидаем ряд сделок оттуда. Они будут связаны как с новыми выпусками, так и с размещениями в рамках управления долгом (liability management). Точечные транзакции возможны и из других стран, например из Грузии, Азербайджана.

— Какие ключевые риски для своего бизнеса вы закладываете на 2018 год?

— Для международного бизнеса это, конечно, в первую очередь повышение ставок, что будет приводить к репрайсингу всех российских еврооблигаций. Эмитенты вынуждены будут выходить с повышенными доходностями. Локальный рынок движется в совершенно противоположном направлении — в сторону понижения ставок, сейчас мы видим большую активность в первичном сегменте. В прошлом году, когда в России были высокие ставки, эмитенты стремились выходить на международный рынок, поэтому был такой большой спрос в выпусках. Сейчас парадигма поменялась, российские эмитенты понимают, что пришло время занимать на локальном рынке. Вот этот фактор, безусловно, будет сдерживающим для международного бизнеса. Но мы в этой ситуации достаточно хорошо сбалансированы: когда идет давление на международный бизнес, мы с эмитентами больше фокусируемся на внутреннем рынке. С учетом более низкой маржинальности сделок на локальном рынке сфокусируемся на международных сделках в Китае и в Африке. Безусловно, бизнес будет развиваться дальше.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**