Степан Амосов,
вице-президент,
ING Wholesale Banking Россия

Интересы инвесторов СМЕЩАЮТСЯ

О СПЕЦИФИКЕ И ПОСЛЕДНИХ ТЕНДЕНЦИЯХ РЫНКА КРЕДИТНЫХ НОТ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ СТЕПАН АМОСОВ, ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ ING WHOLESALE BANKING РОССИЯ.

Что такое «переупаковка активов»? Какие существуют типы сделок? В чем специфика и какова история данного рынка?

Исторически переупаковка появилась как инструмент облегчения доступа иностранных инвесторов на внутренний рынок. Одним из первых базовых активов для упаковки послужили рублевые гособлигации (памятная многим аббревиатура ГКО) в докризисные 90-е. В те времена, чтобы купить ГКО, инвестору нужно было открывать счет типа С в одном из уполномоченных банков, что само по себе было непростой задачей, а вкупе с суровым режимом валютного регулирования и вовсе заставляло инвестора задуматься о целесообразности такой процедуры, особенно если объемы вложений были невелики. Тут-то на помощь и приходили банки, предлагающие классический asset repackaging, и на выходе инвестор получал удобный и привычный ему продукт. С тех пор многое изменилось, прошла либерализация валютного законодательства, но многие иностранные инвесторы по-прежнему предпочитают переупаковку прямому доступу. За этим стоит простая логика: уже упоминавшееся простое администрирование либо возможность приобрести долг в торгуемой форме вместо неликвидного кредита, другие сопутствующие услуги, такие как валютный хедж или левередж.

В чем отличие данных сделок, например, от секьюритизации, сделок CDO?

Как правило, переупаковка, в отличие от секъюритизации или CDO, не сильно изменяет кредитное качество базового актива. То есть инвестор, пользуясь таким продуктом, не ставит перед собой цели существенно снизить или, напротив, усилить кредитный риск. Переупаковка используется скорее как инструмент доступа и — попутно — решения уже упомянутых задач фондирования и хеджирования валютных либо процентных рисков.

ИНГ достаточно давно совершает сделки по переупаковке местного долга в собственные CLN и другие инструменты. Как изменился рынок переупаковки российского долга и долга стран СНГ в целом на фоне разразившегося финансового кризиса?

Как это ни странно, кризис затронул рынок не столь сильно, как можно было бы ожидать. Усилился интерес к рискам корпоративных заемщиков в местной валюте. Значительно возрос спрос на продукты с левереджем. И даже российские инвесторы все чаще смотрят на такого рода продукты с целью проведения арбитражных операций. Ведь оффшорный рублевый долг (CLN, LPN) дает доходность, в ряде случаев на несколько процентов

превышающую доходность внутреннего рынка. Причина здесь кроется в поддержке, которую оказывает внутреннему рынку Банк России в виде операций РЕПО с рублевыми облигациями. Понизив порог кредитного качества до уровня заемщиков с рейтингом B+/B1, ЦБ «отобрал хлеб» у традиционных провайдеров рублевой ликвидности — крупнейших российских банков, попутно трансформировав рыночный риск в системный: если вдруг в какой-то момент ЦБ уйдет с рынка РЕПО, последствия этого будут трагичны. Поводом для такого шага может быть, например, дефолт контрагента или эмитента находящегося в залоге обязательства.

Как организована работа инвестиционного банка по данному направлению? Сможете ли вы раскрыть какие-то общие базовые технологии работы?

Очень всеобъемлющий вопрос. Боюсь, что не смогу ответить на него сколько-нибудь полно. Основные технологии — широкий набор базовых решений, из которых можно конструировать некий индивидуальный продукт, и активный маркетинг.

От чего зависит спрос на данные инструменты? От внутренней конъюнктуры рынка базового актива или только от ситуации на внешнем кредитном рынке?

Спрос зависит прежде всего от интереса к базовым активам, а значит, и от аппетита к риску в целом. Если инвесторы не склонны, например, принимать риски финансового сектора (а он доминирует среди заемщиков в России), то будет весьма трудно продать им такой риск даже в запакованном виде. Заметный поток частных (не предлагающихся широкому кругу инвесторов) сделок в финансовом секторе и девелопменте сейчас есть. Есть также некие структурированные сделки, связанные с финансированием сделок по слияниям и поглощениям, а также финансированием доминирующих акционеров крупных компаний, пытающихся за счет такого финансирования развивать другие бизнесы.

Какие базовые валюты пользуются спросом — рубли, гривны? Какие инструменты используются для хеджирования валютного риска?

На рынках СНГ рубль и гривна — две основные валюты с хорошей историей, которые до сих пор продолжают укрепляться, поэтому большинство инвесторов предпочитает валютный риск не хеджировать. Но примерно в трети сделок инвесторы все же стремятся оставить себе чистый кредитный риск без валютного, процентного и прочих.

Какие отрасли в плане выпуска CLN вам кажутся сейчас наиболее приоритетными?

Как я уже упоминал, финансовые учреждения — доминирующие заемщики на долговом рынке, и их доля на рынке кредитных нот просто не может быть маленькой. Причем, что интересно, от этого рынок долгов финансового сектора не стал у́же — наоборот, он расширился! Три-четыре года назад банк за пределами топ-20 вряд ли мог рассчитывать на внимание инвесторов, а в начале 2007 года практически на любой банк из первой сотни можно было найти цену. Возможно, цена была высокой, но она была! Рынок научился оценивать такие риски и начал расти вширь, когда на него вышли специализированные финансовые учреждения, такие как лизинговые и факторинговые компании. Правда, с тех пор инвесторы стали гораздо более избирательными, и в сегодняшних условиях некоторые заемщики вряд ли смогли бы найти деньги даже по очень высокой цене. Сегодня интересы инвесторов смещаются в сторону компаний из телекоммуникационного, транспортного, энергетического и других секторов.

Каковы были географическая и институциональная структура инвесторов в CLN до начала кризиса? Как они выглядят по состоянию на середину 2008 года?

Географически структура инвесторов практически не изменилась. Если говорить очень приблизительно, то на сегодня эта структура выглядит следующим образом: 30% — Великобритания, 25% — Россия, 20% — США, 15% — континентальная Европа (Швейцария, Бенилюкс), 5% — Юго-Восточная Азия, еще 5% — все остальные. Разумеется, разбивка может сильно меняться от сделки к сделке, но роль Лондона как финансового центра остается доминирующей.

В институциональном плане усилился спрос на левередж со стороны банков. Некоторые из прежних провайдеров левереджа в силу объективных причин были вынуждены уйти с рынка.

Какова ваша оценка емкости рынка переупаковки российского долга и долга стран СНГ в целом? Каковы перспективы развития данных рынков?

Емкость рынка — миллиарды долларов по порядку величины, причем Россия и Украина — это два ведущих рынка, и они останутся таковыми в ближайшие годы. Хорошие шансы могут быть у Казахстана, как только там выправится внутренняя ситуация и инвесторы снова поверят в тенге. Другие рынки в силу объективных причин останутся небольшими, на них возможны лишь эпизодические сделки, реализующие чей-то точечный интерес.

Точные оценки емкости рынка и перспективы роста — вопрос очень туманный. Учитывая, что большинство сделок носит закрытый характер, об этом весьма трудно судить. Но из объективных факторов (растущие цены на commodities, становящаяся более предсказуемой и обогащающаяся инструментально экономическая политика властей, позитивные политические трансформации в регионе) можно заключить, что в России и Украине, скорее всего, все будет хорошо. И в Казахстане тоже, но с оговорками и предположениями. В любом случае, хотелось бы надеяться, что в целом перспективы у рынка хорошие.