Андрей Ларин,
заместитель начальника управления по работе с инвесторами, УРСА Банк

Знал бы ВЫКУП...

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС, РАЗВИВАВШИЙСЯ В США В ТЕЧЕНИЕ 2007 ГОДА, ЗАСТАВИЛ КРУПНЕЙШИЕ РОССИЙСКИЕ БАНКИ УЖЕ В НАЧАЛЕ 2008 ГОДА ПРИСТУПИТЬ К АККУМУЛИРОВАНИЮ ЛИКВИДНОСТИ. ПРЕВЕНТИВНЫЕ МЕРЫ ПРИВЕЛИ К ТОМУ, ЧТО К ТРЕТЬЕМУ КВАРТАЛУ ПРОШЛОГО ГОДА, КОГДА ВСЕМ СТАЛО ОКОНЧАТЕЛЬНО ПОНЯТНО, ЧТО КРИЗИС НЕ ОБОЙДЕТ СТОРОНОЙ И РОССИЮ, РЯД РОССИЙСКИХ БАНКОВ ОБЛАДАЛИ ДОСТАТОЧНО БОЛЬШИМ ОБЪЕМОМ ЛИКВИДНЫХ РЕСУРСОВ, КОТОРЫЕ БЫЛИ НАПРАВЛЕНЫ НА ВЫКУП СОБСТВЕННЫХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ.

С того момента как Россия почувствовала на себе влияние мирового кризиса, размещать средства в кредиты по текущим ставкам стало слишком рискованно. В то же время, слишком высокий уровень неопределенности относительно будущего развития событий в экономике не позволяет банкам заложить данные риски в цену кредитов. Соответственно, объем кредитования банками предприятий и физических лиц стал стремительно сокращаться, уменьшая тем самым и базу активов для зарабатывания прибыли.

Вплоть до середины января многие банки активно вкладывали в иностранную валюту, получая хорошую прибыль за счет перевода своих ликвидных средств в доллары США и евро. Но в январе 2009 года Центробанк выразил твердое намерение удержать курс рубля, в результате чего банки потеряли возможность зарабатывать на валюте.

Таким образом, у многих из них образовалась свободная ликвидность, которую некуда размещать.

При этом у банков есть и обязательства, по которым рано или поздно все равно придется платить. Вывод напрашивается сам — почему бы не заплатить по своим долгам заранее.

В отсутствие реальных возможностей получить прибыль от использования ликвидных средств банки стремятся облегчить собственную долговую нагрузку, выкупая облигации с рынка.

ВЫКУП С ПРИБЫЛЬЮ

Выкуп собственных ценных бумаг позволяет не только снизить объем задолженности компании, но и получить прибыль. Это становится возможным благодаря текущим котировкам большинства еврооблигаций, которые упали

с началом кризиса и не вернулись на прежние уровни до сих пор. Особенно хорошо смогли заработать на выкупе обязательств те банки, которые верно угадали момент, начав обратный выкуп на раннем этапе.

Одним из первых собственные обязательства начал выкупать УРСА Банк, который еще в конце сентября 2008 года официально объявил о начале выкупа двух серий еврооблигаций. Бумаги скупались напрямую с рынка по рыночным ценам. Цены покупки облигаций банком не раскрываются, однако, по данным Cbonds, доходность к погашению по цене offer по облигациям, номинированным в долларах США, в течение данного периода достигала 26.4%.

В 2008 году выкуп собственных обязательств начали еще два банка: «Ренессанс Кредит» и ТрансКредитБанк.

Банк «Ренессанс Кредит» (БРК) в декабре выкупил собственные облигации на сумму $75.5 млн по цене 49% от номинала. Данная сделка интересна тем, что она проходила на фоне многочисленных негативных новостей относительно БРК. По данным газеты «Коммерсантъ», проблемы у банка начались еще в сентябре, что выразилось в сокращении объемов выдачи кредитов и в ограничениях, наложенных на трансакции по кредитным картам. К октябрю банк «Ренессанс Кредит» окончательно перестал выдавать кредиты, а свои накопленные ликвидные средства начал тратить на выкуп собственных облигаций.

Несмотря на это, сделка банка «Ренессанс Кредит» остается на данный момент самой выгодной из публичных сделок такого типа на российском рынке.

ТрансКредитБанк (ТКБ) начал выкупать свои еврооблигации в ноябре 2008 года. За два месяца ТКБ выкупил часть своих долларовых облигаций на номинальную стоимость $62.6 млн, что составляет 18% от объема выпуска. Выкуп осуществлялся напрямую с рынка путем нескольких частных сделок, поэтому цены по ним не раскрываются.

По данным Cbonds, цена Bid на момент закрытия в этот период колебалась от 70% до 87.1% от номинала, что означает доходность к погашению на уровне от 18.78% до 37.47%, что сопоставимо с доходностью от операций по кредитованию физических лиц.

САМОЕ ГЛАВНОЕ — РЕПУТАЦИЯ

Покупка собственных обязательств является для банка безрисковым вложением средств, так как единственный риск, который он несет в данной ситуации — это риск собственного дефолта. Таким образом, выкупая собственные долги, банк может получать прибыль, сопоставимую с прибылью от кредитной деятельности, не неся при этом никаких рисков.

С точки зрения эмитента, наиболее сложным моментом является репутационный риск. В зависимости от того, как организован и проведен выкуп, репутация кредитного института может как получить дополнительные очки, так и дать повод для сомнений инвесторам.

С одной стороны, объявление о начала программы выкупа собственных облигаций может быть воспринято как позитивный сигнал, информирующий рынок о наличии у эмитента достаточной ликвидности и устойчивого положения на рынке.

С другой, та же программа может быть воспринята рынком как последний шанс для эмитента избежать дефолта, снизив свою долговую нагрузку.

Реакция рынка в данном случае зависит от нескольких факторов.

В первую очередь, влияние оказывают уже сложившиеся на рынке представления относительно финансового положения эмитента. Если банк обладает хорошей репутацией и его дефолт представляется рынку сомнительным, то программа выкупа только подтвердит подобную репутацию. Однако в данной ситуации банку вряд ли стоит рассчитывать на то, что кредиторы принесут к выкупу большое количество бумаг. Если эмитент представляется рынку надежным, то инвесторы, скорее всего, предпочтут держать его бумаги до погашения. Исключение могут составить лишь кредиторы, которые сами испытывают недостаток ликвидности. В качестве иллюстрации подобной ситуации можно привести выкуп еврооблигаций, который осуществлял Газпромбанк в конце января 2009 года.

Газпромбанк осуществлял выкуп по двум выпускам еврооблигаций: с погашением в 2010 году и 2015 году. Оба выпуска номинированы в долларах США. Выкуп осуществлялся по 88% и 65% от номинала соответственно. Данную программу нельзя назвать очень прибыльной, так как эмитентом было выкуплено относительно небольшое количество бумаг. Общий объем выкупа составил $42.6 млн (6% от объема выпуска) для бумаг с погашением в 2010 году и $39.3 млн для облигаций с погашением в 2015 году (3.9% от выпуска). Такой результат можно объяснить высоким уровнем доверия кредиторов к Газпромбанку и нежеланием расставаться с его бумагами по предложенным ценам.

Примером другой ситуации может послужить уже описанная выше сделка банка «Ренессанс Кредит». Вся программа выкупа была воспринята как последняя возможность получить от «Ренессанс Кредита» возврат своих средств. Результатом проведенного аукциона, как уже упоминалось, стал выкуп 25% выпуска по цене 49% от номинала, что пока является лучшей сделкой данного типа.

Следующий немаловажный фактор, от которого зависит успех программы, — это заявленная цена выкупа. Банк, который находится на грани банкротства, вряд ли станет предлагать выкупить собственные обязательства по высокой цене. Поэтому если эмитент покупает свои облигации по доходности выше рыночной, это, скорее всего, будет воспринято как позитивный сигнал для рынка. Поведение инвесторов в данном случае может быть связано с двумя мотивами. С одной стороны, высокая цена является хорошим стимулом к продаже бумаг, с другой — она же является демонстрацией устойчивого положения банка, а значит, инвесторами может быть принято решение держать бумаги до погашения.

Если эмитент предлагает выкупить свои бумаги по цене ниже рыночной, реакция будет сильно зависеть от фактора, который был описан ранее, то есть от уже сложившейся репутации эмитента. Если эмитент представляется рынку как сильный финансовый институт, то заявленная им низкая цена будет с большой вероятностью воспринята как желание заработать, и вряд ли объем предъявленных к выкупу бумаг будет значительным.

ЖУРНАЛ О МАКРОЭКОНОМИКЕ

CBONDS review

МЫ ПИШЕМ
о том, что будет с экономикой и финансами в стране в ближайшие месяцы…

ИЮЛЬ, 2008
«…разворот на рынке акций будет иметь за собой гигантские последствия и знаменовать собой начало 10–15-летнего цикла снижения цены акций».

СЕНТЯБРЬ, 2008
«Не добавляет оптимизма продолжающаяся череда дефолтов на внутреннем рынке. Осенью эксперты ожидают продолжение этого процесса, «под прицелом» будут находиться все эмитенты третьего эшелона».

Хочешь предвидеть финансовые угрозы? Подпишись!

http://review.cbonds.info

Журнал Cbonds Review не поступает в открытую продажу и распространяется только по адресной подписке.

Мы публикуем оценки и прогнозы, которые не попадают на страницы даже деловой прессы, поскольку, по мнению самих авторов, могут вызвать лишнюю панику среди людей, которые в большинстве своем не обладают знаниями для адекватной оценки данной информации.

Если же в надежности эмитента у рынка возникают сомнения, то низкая цена будет, как уже описывалось выше, воспринята как попытка избежать дефолта путем снижения долговой нагрузки.

Кроме вышеперечисленного, важную роль играет форма выкупа. Проходившие на рынке сделки можно принципиально разделить на три типа: оферта, выкуп бумаг напрямую с рынка и выкуп в форме аукциона.

Оферта является условием, прописанным при выпуске облигаций, и в этом смысле не представляет такого интереса, как самостоятельно инициированные банком программы выкупа.

Выкуп облигаций путем аукциона начал активно применяться в феврале 2009 года. Этим способом воспользовались УРСА Банк, ЛОКО-Банк и ТрансКапиталБанк. Преимущество такого метода заключается в том, что он позволяет привлечь внимание сразу большого количества держателей бумаг и, соответственно, выкупить больший объем обязательств. Кроме того, цена в данном случае определяется на конкурсной основе.

Выкуп напрямую с рынка был до сих пор, пожалуй, самым популярным вариантом. При этом некоторые банки публично анонсировали начало и окончание программ выкупа, а некоторые осуществляли выкуп без официального объявления. С точки зрения прибыльности программы предпочтительным является второй вариант, так как официальный анонс сопровождается, как правило, ростом цен. Тем не менее, публичное объявление позволяет поддержать репутацию эмитента, а также характеризует банк как эмитента, ориентированного на инвестора.

С точки зрения инвестора, выкуп банками собственных облигаций обладает несколькими важными преимуществами. Во-первых, подобные программы банков увеличивают ликвидность соответствующих ценных бумаг.

Во-вторых, банки, как правило, готовы выкупать свои бумаги по цене выше рыночной, тем самым подогревая рынок и провоцируя рост котировок. То есть в том случае, если во время падения котировок в начале кризиса инвестор приобрел ценные бумаги, то запуск эмитентом программы выкупа позволит продать эти бумаги с хорошей доходностью.

Если говорить о текущей ситуации с выкупом банками собственных обязательств, то стоит отметить два события, которые произошли в конце марта.

Во-первых, 23 марта завершился аукцион, на котором УРСА Банк выкупил часть собственных еврооблигаций из двух выпусков (с погашением в 2010 и 2011 годах). Общий объем выкупленных бумаг составил по номинальной стоимости 101.2 млн евро.

Во-вторых, ВТБ объявил о своем намерении выкупить LPN по субординированному займу. Предложенная цена составляет 64% от номинала.

Эти два события были положительно восприняты рынком, что выразилось в росте котировок по обозначенным бумагам. Кроме того, данные программы способствовали росту доверия к российскому рынку в целом. Таким образом, кредиторы все реже и реже готовы расставаться с еврооблигациями российских банков по низким ценам. Не исключено, что вскоре выкуп собственных долговых обязательств с рынка как выгодная возможность использования банками ликвидности попросту пропадет. Впрочем, возможно, что ненадолго.