
ПОЧЕМУ ПОЯВЛЕНИЕ ИНСТИТУТА МАРКЕТМЕЙКЕРОВ И АНДЕРРАЙТЕРОВ ДЛЯ БЕЛОРУССКОГО РЫНКА — СКОРЕЕ УТОПИЯ, ЧЕМ РЕАЛЬНОСТЬ, КАКИХ РЫНОЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НЕ ХВАТАЕТ ЗАЕМЩИКАМ И ИНВЕСТОРАМ, ЕСТЬ ЛИ ИНТЕРЕС К БЕЛОРУССКИМ ДОЛГАМ У НЕРЕЗИДЕНТОВ, НУЖНА ЛИ ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ БЕЛАРУСИ, В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ИЛЬЯ БОГДАНОВ, ГЛАВА ОТДЕЛА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ КАПИТАЛА, «ВЕСТБИЗНЕСГРУП».

«В Беларуси пока рынка нет»



Илья БОГДАНОВ,
глава отдела по долговым
рынкам капитала,
«ВестБизнесГрупп»

— «ВестБизнесГрупп» весьма достойно дебютировал на облигационном рынке в этом году с двумя выпусками ОАО «Брестский КСМ», организованными при участии «БПС-Сбербанк». Вы довольны дебютом? Увидим ли мы новые выпуски до конца года?

— Размещение ОАО «Брестский КСМ» мы сочли достаточно успешным: купон в 10.25% для двухлетних бумаг в российских рублях при небольшом объеме выпуска — нижняя на тот момент граница стоимости заимствований для компаний небанковского сектора в Беларуси. Для сравнения: кредитование в рублях было доступно в апреле-мае 2012 года под 14%, а размещавшийся следом крупный машиностроительный холдинг привлек российские рубли по ставке на 0.25% выше, чем КСМ, хоть и анонсировал большой объем при годичной дюрации.

Выпуск бумаг, номинированных в евро с купоном 9.2% годовых, мы также разместили в полном объеме, после чего принялись тиражировать свой опыт, организовав сразу несколько эмиссий подряд для компаний группы.

В ближайшие недели мы готовимся разместить три выпуска ОАО «Лесохимик» (один в — долларах США и два в евро) сроком на три, четыре и пять лет. В ходе премаркетинга ставка купона была установлена на уровне 8.25%, а количество поданных заявок значительно

превысило объем эмиссии. Кроме того, не позднее середины июля мы выйдем на рынок с долларовыми облигациями ОАО «Элма», а также выпуском в белорусских рублях для ОАО «Гранд Фэшен Хаус». Купон по этим облигациям согласно эмиссионным документам будет ежеквартально индексироваться на девальвацию белорусского рубля в паре с евро.

На третий квартал мы запланировали выпуски СООО «БрестВнешТранс» и разрабатываем сценарий привлечения ресурсов для ОАО «Брестский КСМ».

— Почему вы решили выйти на публичный рынок только в 2012 году?

— В течение 2012 года мы рассчитываем реализовать несколько масштабных инвестиционных программ: реконструкция и перевооружение ряда предприятий, несколько строительных проектов, серия закупок транспортных средств. Те продукты, которые предлагали нам банки (кроме, пожалуй, торгового финансирования), не всегда были эффективны: я говорю о высокой цене и невысокой рентабельности заемного капитала, привлеченного по стандартным сценариям. Мы стали активно искать модели оптимизации структуры заемного капитала, в итоге выбор пал на облигации. Вместе с облигациями, кстати, появился интерес и к инструментам хеджирования рисков — срочным контрактам, валютно-процентным свопам (для реализа-

ции которых мы активно ищем партнеров среди белорусских банков). Во многом реализация облигационных программ послужила катализатором того, что группа пересмотрела подходы к привлечению долгового финансирования, ушла от навязываемых стандартных продуктов и схем к разработке собственных сценариев поведения на рынке и выстраиванию принципиально новых подходов работы с финансовыми институтами. Теперь инициатива исходит от нас — набор продуктов из классической банковской линейки стал для нас слишком узок и лишает нас той динамики, к которой мы стремимся.

— Какие инструменты вам сейчас наиболее интересны?

— С учетом достаточно масштабных потребностей в фондировании просто выпуск облигаций в долларах США или евро будет довольно обременителен для наших компаний (по ощущениям, «дно» сегодняшнего белорусского рынка заемного капитала находится где-то около 7.25–7.5% годовых для корпоративных клиентов). Кроме того, регулятор предъявляет достаточно жесткие требования к обеспечению займов (страхова-

Группа рассматривает для себя несколько вариантов, и прежде всего выпуск серии еврокоммерческих бумаг, номинированных в швейцарских франках или иенах. Привлекать такие заимствования только на локальном рынке бессмысленно — ставки ниже максимум на 1.25–1.50%, к тому же они съедаются при хеджировании. Необходимы гарантии международных финансовых институтов или участие крепких российских банков в качестве организаторов и гарантов. В таком случае бумаги наших эмитентов могли бы получить иной рейтинг, чем тот, на который мы можем рассчитывать сейчас, являясь резидентами Беларуси.

— Каковы потребности в финансировании?

— Сложно определить точно — мы постоянно корректируем планы. Скажем так: группа претендует на достаточно высокие объемы, которые позволяют аффилированным компаниям заинтересовать в том числе и нерезидентов.

— А интерес к вашим долгам у нерезидентов есть?

— Я знаю, что подобный интерес есть к облигациям крупнейших белорусских банков. Во многом он связан с тем, что белорусское законодательство не предусматривает какого-либо налогообложения доходов, полученных от сделок с облигациями резидентов. Соответственно, подобные инвестиции выглядят очень и очень привлекательными при минимальном риске. Кризис тоже сыграл здесь свою роль: а где еще можно было заработать практически 50% годовых (а именно такие ставки были по белорусским рублям в конце 2011 — начале 2012 года), вложившись в бумаги банка, пусть и с низким, но все же рейтингом от Fitch или S&P?

Корпоративному сектору на сегодняшний день бессмысленно проявлять инициативу по выходу с облигационными займами на внешние рынки. Наиболее доступный и «понимающий» Беларусь российский рынок предлагает деньги по цене, которая значительно превышает потолок местного рынка — не уверен, что белорусские компании могут сегодня привлечь средства в России под 9.5% на пять лет. Мы не сталкивались с проблемами ликвидности

« А ГДЕ ЕЩЕ МОЖНО
БЫЛО ЗАРАБОТАТЬ
ПРАКТИЧЕСКИ 50%
ГODOVЫХ, ВЛОЖИВШИСЬ
В БУМАГИ БАНКА,
ПУСТЬ И С НИЗКИМ, НО
ВСЕ ЖЕ РЕЙТИНГОМ
ОТ FITCH ИЛИ S&P? »

в текущем году и при условии соответствия требованиям, предъявляемым банками к заемщикам, можем рассчитывать на практически любые объемы.

Положа руку на сердце, в нашей стране есть пять — семь компаний, которые в принципе могут позволить себе внешнее рыночное размещение, даже если отбросить его неэффективность из-за коротких сроков, высоких ставок и перегруженности ковенантами.

— И все же вы рассматриваете возможность выхода на внешние рынки?

— Как ни парадоксально, мы не просто рассматриваем привлечение внешнего финансирования, но и активно к этому стремимся. Но могу точно сказать, что это будет не российский рынок и не публичная сделка.

Мы планируем совместную работу с российскими банками в качестве организаторов, конструируем SPV и готовы предоставить обеспечение согласно английскому праву. Группа заинтересована в предложении инструментов хеджирования валютных рисков по паре российский рубль/швейцарский франк, рубль/иена и евро в парах с франком и иеной.

Также мы готовы участвовать в валютно-процентном свопе, обменяв платежи по евро, долларам или российским рублям на платежи по долгу контрагента в швейцарской или японской валюте.

— Как вы расцениваете появление новых инструментов на белорусском рынке: облигаций с залогом в виде транспортных средств, а также индексированных бумаг?

— Новым инструментом были бы облигации без залога, а разрешение

« В НАШЕЙ СТРАНЕ ЕСТЬ
ПЯТЬ — СЕМЬ КОМПАНИЙ,
КОТОРЫЕ В ПРИНЦИПЕ
МОГУТ ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ
ВНЕШНЕЕ РЫНОЧНОЕ
РАЗМЕЩЕНИЕ, ДАЖЕ
ЕСЛИ ОТБРОСИТЬ ЕГО
НЕЭФФЕКТИВНОСТЬ ИЗ-
ЗА КОРОТКИХ СРОКОВ,
ВЫСОКИХ СТАВОК И
ПЕРЕГРУЖЕННОСТИ
КОВЕНАНТАМИ »

ние и банковская гарантия приведут к удорожанию, залога недвижимости хватает, как правило, только для обеспечения небольших объемов, и далеко не каждое поручительство является качественным с точки зрения инвесторов). Поэтому мы обязаны искать новые возможности на рынке долгового капитала.

залога в виде транспортных средств только несколько расширяет возможности по обеспечению, облегчая выход на рынок специализированным транспортным компаниям. Не думаю, что кто-то еще обладает настолько внушительным автопарком, чтобы покрывать миллионные эмиссии только с помощью автомобильной техники. Но, как говорится, и на этом спасибо.

Индексируемые облигации — не новый инструмент. Нормативно-правовые акты изначально предусматривали возможность организации эмиссий бумаг с иной, отличной от ставки рефинансирования базой расчетов. Другое дело, что в них не было особого смысла — до событий весны 2011 года стоимость долга в национальной валюте не была привязана к каким-либо индикаторам. Сразу оговорюсь, что выпуск индексируемых облигаций нашими компаниями — сделка в рамках своеобразного внутреннего cash pooling, когда имеющая положительное валютное сальдо компания меняет свои валютные облигации на бумаги в белорусских рублях, выпущенные предприятием, которое не имеет валютной выручки. Индексация в данном случае — не более чем способ удешевить стоимость обслуживания долга в белорусских рублях, не испортив при этом структуру бухгалтерского баланса компаний.

Честно говоря, я не уверен, что мы смогли заинтересовать кого-либо на нашем рынке индексируемыми облигациями в белорусских рублях по ставке в 8.75%. И весьма смутно представляю, как эти инструменты размещают другие компании. Слишком широкие спреды между реальной стоимостью белорусских рублей и ставкой купона пусть даже в 10–12% при наличии бокового тренда пары BYR/Convertible currency создаст убытки для банков. А именно они

являются основными инвесторами на белорусском рынке облигаций. Поэтому индексируемые облигации эффективны в рамках схемных сделок, но бессмысленны как рыночный инструмент.

— Вы верите в возможность появления на локальном рынке облигаций института маркетмейкерства?

— В среднесрочной перспективе — нет. Местные банки рассматривают покупку облигаций в собственные портфели исключительно как альтернативу классическому кредитованию (некоторые вообще предлагают клиентам выкуп при условиях ежемесячного купона и амортизации долга с первого дня до даты погашения). Как правило, инвесторы держат бумаги до погашения, не совершая с ними каких-либо сделок. Тут уж либо вы им нравитесь как эмитент и они выкупают весь объем выпуска и крепко жмут вам руку, либо не нравитесь — и вы отказываетесь от планов эмиссии и берете обычный кредит, а свидетельство о выпуске облигаций сохраняете на память о том, как попробовали себя в инвестбанкинге.

Любой оператор ликвидности нужен там, где есть проблемы с ликвидностью либо действуют классические законы рынка. В Беларуси пока рынка нет, торговли «в стакане» тоже нет, котировки отсутствуют, первый эшелон размещается по ставке, которую захочет, остальные — по ставке, которую скажут. Зачем здесь маркетмейкер?

На сегодняшний день белорусский облигационный рынок — просто несколько десятков корпоративных клиентов и группа из семи-восьми банков, которые должны сначала организовать в рынок, а уже потом задумываться об андеррайтинге, маркетмейкерах и IPO в Сингапуре. Иначе получается, что мы, стремясь стать таксистами, уже думаем о «шашечках» и счетчике, хотя у нас еще и машины-то нет.

— Каким вы видите будущее рынка облигаций Беларуси и что необходимо для его дальнейшего развития?

— Я уверен в том, что белорусский рынок будет развиваться и интегрироваться в глобальную среду. Не сомневаюсь, что скоро нам будут доступны все те продукты и услуги, которыми пользуются во всем мире.

Конечно, было бы неплохо либерализовать законодательство, регулирующее требования к обеспечению, предоставив, пусть на первых порах ограниченному кругу компаний, возможность выпуска необеспеченных облигаций на срок более года и не только в белорусских рублях. Последние изменения в законодательстве оставляют возможность эмиссии только тем предприятиям, чьи показатели финансовой устойчи-

БЕЛОРУССКИЙ РЫНОК
ОБЛИГАЦИЙ — ЭТО
НЕСКОЛЬКО ДЕСЯТКОВ
КОРПОРАТИВНЫХ
КЛИЕНТОВ И ГРУППА
ИЗ СЕМИ-ВОСЬМИ
БАНКОВ, КОТОРЫЕ
ДОЛЖНЫ СНАЧАЛА
ОРГАНИЗОВАТЬСЯ
В РЫНОК, А УЖЕ ПОТОМ
ЗАДУМЫВАТЬСЯ
ОБ АНДЕРРАЙТИНГЕ,
МАРКЕТМЕЙКЕРАХ

чивости согласно данным бухгалтерской отчетности соответствуют нормативам. Пусть бы обеспечение было необходимо таким эмитентам, мне кажется, это вполне разумно.

Конечно, важно, чтобы власти продолжили действие нормативных актов, регламентирующих льготное налогообложение доходов от сделок с ценными бумагами — это все-таки большой стимул для развития облигационного рынка, когда очевидны преимущества облигаций перед кредитами.

Я активно изучал зарубежную и российскую юридическую архитектуру, регулирующую в том числе облигационные рынки, и могу с уверенностью сказать, что белорусское законодательство достаточно гибкое и вполне инновационное и уж точно не препятствует реализации самых смелых проектов. У нас есть все для того, чтобы стать частью мировой финансовой системы. Чтобы этого добиться, во многом достаточно просто захотеть. Ну и не испугаться собственной прыти. ©

ИНДЕКСИРУЕМЫЕ
ОБЛИГАЦИИ
ЭФФЕКТИВНЫ В РАМКАХ
СХЕМНЫХ СДЕЛОК, НО
БЕССМЫСЛЕННЫ КАК
РЫНОЧНЫЙ ИНСТРУМЕНТ