

**Степан ЕРМОЛКИН,**

руководитель блока Рынки долгового капитала Дирекции инвестиционного бизнеса, Московский кредитный банк

# «Наша цель — улучшить позиции в топ-10 организаторов облигационных займов»

**З**а относительно короткое время недавно сформированной команде DCM-подразделения Московского кредитного банка (МКБ) удалось совершить заметный рывок — выйти в топ-10 организаторов облигационных займов, закрыв целый ряд знаковых сделок. О фокусировании в условиях узкого рынка, изменении структуры инвесторов, а также о том, почему имеющие доступ к более дешевому фондированию госбанка подчас оказываются менее конкурентоспособными по сравнению с банками коммерческими, в интервью Cbonds Review рассказал руководитель блока Рынки долгового капитала Дирекции инвестиционного бизнеса Московского кредитного банка Степан Ермолкин.

**— Вы присоединились к команде МКБ в середине прошлого года. Какие цели перед вами были поставлены?**

— Действительно, я перешел в инвестиционный блок МКБ в июле 2018 года на позицию руководителя DCM, а до этого на протяжении семи лет работал в «ВТБ Капитал».

Инвестиционный блок МКБ был сформирован в конце 2017 года под руководством Олега Борунова, который является заместителем председателя правления, членом правления банка и также перешел из «ВТБ Капитал». Надо сказать, что ключевые направления инвестблока МКБ сейчас возглавляют сотрудники, пришедшие из лучших российских и международных инвестдомов.

Конкретных целей на 2018 год нам не ставили. Руководство понимало, что

за неполные полгода в текущих непростых условиях будет трудно достичь каких-либо впечатляющих результатов.

**— Тем не менее, по данным Cbonds, МКБ уже сумел войти в топ-10 организаторов облигационных займов России...**

— Да, за очень короткий период нам удалось закрыть целый ряд крупных сделок, причем не только в ВВВ-сегменте, но также с представителями практически всех типов эмитентов. Если ограничиваться корпоративным сегментом, мы даже сумели войти в топ-5 организаторов по результатам 2018 года. Среди наиболее интересных, на наш взгляд, сделок можно отметить выпуски РЖД, Федеральной пассажирской компании, ГК «Автодор», ФСК ЕЭС,



Россельхозбанка, Евразийского банка развития, ГТЛК и «Уралкалия».

Весьма почетной для нас стала также премия Cbonds в номинации «Прорыв года».

— **Упомянутые вами сделки имеют одну специфическую особенность: они прошли с минимальным участием госбанков (по крайней мере, если изучать состав организаторов). С чем это может быть связано?**

— Вы правы, в некоторых размещениях устоявшийся формат совместной работы большой тройки государственных банков-организаторов был нарушен; эмитенты отдавали предпочтения коммерческим банкам и инвестиционным компаниям, сумевшим предложить более выгодные условия с точки зрения стоимости и сроков привлечения средств. Сейчас эмитенты, даже из госсектора, становятся все более прагматичными.

— **Но почему госбанки, имеющие более дешевое фондирование, могут оказываться менее конкурентоспособными по сравнению с коммерческими банками?**

— По моим ощущениям, основной вопрос не только и не столько в стоимости фондирования, сколько в чуть большей гибкости подхода частного банка. Не всегда госбанк готов оперативно принять нужное клиенту решение по объему и ставке гарантированного андеррайтинга. Ни для кого уже давно не секрет, что большинство эмитентов предпочитают собрать пул страхующих заявок в виде коммитментов организаторов до начала публичных маркетинговых действий. И это вполне оправдано, учитывая нестабильную рыночную конъюнктуру и волатильность. Не раз нам удавалось показывать более интересные условия по ставке купона за счет того, что мы рассчитывали экономическую целесообразность сделки для банка, базируясь не только на оценке вторичной кривой эмитента либо торгуемых аналогов, но и на потенциальном доходе от смежных видов бизнеса с данным клиентом, который мы можем получить либо укрепить и расширить по результатам сделки (свопы, депозиты, комиссионный доход и прочее). В итоге порой случалось так, что мы и мандат на сделку забирали, и рынок нам благоприятствовал, и эмитент получал рыночный спрос с кратной переподпиской, а также диверсифицированную книгу заявок.

При этом хочу подчеркнуть, что речь скорее идет об отдельных случаях. Они связаны, как правило, не с отсутствием возможностей у госбанков принять какое-то не совсем стандартное решение, а с вероятной нехваткой времени на выработку комплексного подхода к оценке целесообразности сделки в силу абсолютно объективных и чисто технических причин, обусловленных масштабами организационной структуры. Я с большим уважением отношусь к командам госбанков и считаю их лидерство вполне заслуженным.

— **В большинстве сделок МКБ участвовал совместно с ГК «Регион». Как вы можете это прокомментировать? С чем связано такое целенаправленное объединение усилий двух команд?**

— По ряду сделок пришло понимание, что лучше получить совместный мандат и разделить успех, нежели проиграть его поодиночке. Нанимая на сделку двух крупных игроков, эмитент получает хороший синергетический эффект и полный пакет опций для успешного размещения выпуска как за счет крупной совместной заявки, так и за счет потенциальной диверсификации спроса со стороны максимально широкого круга инвесторов — рыночных контрагентов и клиентов, включая средства пенсионных накоплений и физлиц.

Таким образом, само собой сформировалось некое неформальное стратегическое партнерство на рынке долгового капитала.

— **Вы сказали, что сумели поработать практически со всеми типами эмитентов. Но среди них нет эмитентов высокодоходных облигаций. Как вы относитесь к сегменту high yield? Может ли он быть интересен для вас как организатора?**

— Мы осторожно относимся к данному сегменту. Если считать high yield все, что имеет двузначную доходность, то я бы сказал, что риск эмитента со ставкой 10–11% в определенных случаях для нас допустим, а со ставкой 14–15% — скорее нет. Для нас бизнес в данном сегменте существенно менее интересен по причине достаточно взвешенного подхода к оценке рисков как со стороны торгового деска, так и риск-менеджмента. Одним из ключевых факторов при принятии инвестиционных решений помимо

кредитного качества эмитента является потенциальная ликвидность бумаги на вторичном рынке, а high yield — это, как правило, низколиквидные истории.

— **Как вы смотрите на региональные и субфедеральные выпуски?**

— Мы очень заинтересованы присутствовать во всех сегментах DCM-бизнеса. Сделки с регионами, безусловно, также интересны для нас. В прошлом году с нашим участием были закрыты сделки Республики Саха (Якутия) и Нижегородской области. В текущем году планируем продолжать работать в этом направлении, хотя, конечно, есть понимание, что конкуренция в секторе региональных и субфедеральных выпусков гораздо выше, чем в корпоративном. Но, как говорится, дорогу осилит идущий.

— **Сколько у вас сейчас мандатов по сделкам? Появятся ли в ближайшее время какие-то интересные имена?**

— У нас в проработке несколько десятков имен, которые в любой момент могут принять решение о начале маркетинга. Это очень диверсифицированный список, в котором представлены компании из различных сегментов бизнеса, с разным уровнем кредитных рейтингов. Мы довольно активно начали 2019 год и в течение первого квартала закрыли более десятка сделок, в числе которых РЖД, «МегаФон», ДОМ.РФ, Славнефть, Сбербанк и другие. По результатам 1-го квартала мы на 4-м месте ранкинга организаторов облигационных займов.

— **МКБ решил развивать DCM-бизнес в непростой период: рынок очень узкий, а конкуренция высока. Может, имеет смысл сфокусироваться на каком-то конкретном эшелоне?**

— Нет, мы не планируем фокусироваться на каком-то конкретном эшелоне. Наши возможности с точки зрения баланса, капитала, риск-менеджмента и стоимости фондирования позволяют одинаково эффективно работать со всеми без исключения типами эмитентов. Среди реализованных в 2018–2019 годах сделок есть как «single-B» проекты, так и крупные государственные компании, имеющие международные кредитные рейтинги суверенного уровня.

Времена для нового игрока действительно непростые с точки зрения



конкурентной среды. Но это объективная реальность последних лет, не означающая вовсе, что DCM-направление не способно приносить банку доход. Вопрос в правильности выбора стратегии развития бизнеса, команды и ее агрессии (в позитивном смысле этого слова), а также в качестве услуг по всей продуктовой линейке банка. Практика показала, что МКБ вполне конкурентоспособны и востребованы клиентами. Наши сделки способны приносить как комиссионный, так и торговый доход, а также открывают дополнительные возможности для кросс-продаж прочих банковских продуктов.

**— Как вы оцениваете общую ситуацию с размещениями российских эмитентов? Какие основные тренды 2019 года можете выделить?**

— Цифры говорят, что объем первичного рынка без учета однодневных облигаций и КОБР в 2018 году по сравнению с 2017-м снизился. Причины, на мой взгляд, в волатильности рынка из-за реализации негативных геополитических сценариев. Я имею в виду санкции, торговые войны, повышение ставок и прочие события из этого ряда. Результат — отток капитала и бегство иностранных инвесторов (доля иностранцев в ОФЗ падала весь год). Рубль на этом фоне слабел, несмотря на неплохие цены на нефть, ставки ЦБ в 2018 году выросли. В то же время фундаментальные показатели очень неплохие: отчетность крупнейших компаний России очень хорошая — у них низкая долговая нагрузка, много свободной ликвидности, многие компании прошли пик капитальных вложений и платят хорошие дивиденды. Кроме того, банковский сектор имеет большой профицит ликвидности (прибыль в 2018 году рекордная за последние 5 лет), а средства НПФ под управлением УК выросли на 10% год к году.

Такая ситуация говорит о возможности резкого роста рынка первичных размещений в 2019 году.

Из потенциально интересных трендов 2019 года, мне кажется, могут быть первые сделки по размещению «зеленых» и социальных облигаций, а также выпуски бессрочных бондов.

**— Какие уровни доходности вы ожидаете в течение года? Изменились ли ваши прогнозы за последнее время?**


— Прогнозы давать очень сложно, так как ценообразование на рынке в последние годы всецело зависит от геополитических рисков, период и степень реализации которых практически непредсказуемы. Фундаментально у

нас все хорошо, и в случае отсутствия какого-либо серьезного санкционного витка мы можем увидеть снижение ключевой ставки на 25–50 базисных пунктов до конца 2019 года.

**— Меняется ли структура инвесторов на российском облигационном рынке? Ощущаете ли вы, к примеру, рост доли частных инвесторов? Какого типа инструменты им наиболее интересны?**

— Определенные изменения действительно есть. В последние годы мы наблюдаем увеличение участия в размещениях со стороны управляющих компаний, причем за счет некоторого сокращения доли банков. В целом спрос на бонды качественных первого-второго эшелона, как правило, очень диверсифицирован и формируется за счет широкого круга инвесторов, включая банки, инвестиционные, управляющие и страховые компании, а также физлица. Исключение — некоторые размещения крупнейших госбанков, в которых доля участия частных клиентов может иногда формировать основную часть спроса. Конец первого — начало второго кварталов исторически характеризуется существенным ростом активности со стороны УК, управляющих средствами пенсионных накоплений. Возрастает количество клубных сделок либо сделок в одни руки. Текущий год — не исключение. Тренд на увеличение спроса со стороны физлиц в рыночных сделках очевиден, однако доля их участия в общем объеме размещения пока все еще незначительна (по моим оценкам, 3–5%). Впрочем, я уверен, что со временем объем спроса со стороны «физиков» будет возрастать, так как финансовая грамотность населения растет, банки предлагают широкую линейку долговых инструментов с разным уровнем риска, а также улучшается налоговое законодательство.

**— Каких целей вы собираетесь добиться в текущем году?**

— В первую очередь — закрепить и улучшить позиции в топ-10 организаторов облигационных займов, расширить перечень клиентов и линейку предлагаемых DCM-продуктов. Помимо классических ванильных бондов мы работаем над структурными инструментами и обеспеченными облигациями для ряда наших клиентов. Одним из интереснейших трендов следующего года могут стать бессрочные выпуски для корпоратов, возможность размещения которых появилась в связи с внесением соответствующих изменений в законодательство в конце прошлого года. 

■ ■ ■  
ОДНИМ  
ИЗ ИНТЕРЕСНЕЙШИХ  
ТРЕНДОВ СЛЕДУЮЩЕГО  
ГОДА МОГУТ СТАТЬ  
ВЫПУСКИ БЕССРОЧНЫХ  
БОНДОВ ДЛЯ КОРПОРАТОВ