

Стерильная безопасность

Задача сохранности пенсионных активов побеждает полноценное развитие фондового рынка

Эксперт Казахстан № 48
25 ноября 2013 года

Глава Национального банка **Кайрат Келимбетов** на пресс-конференции 15 ноября сделал ключевое заявление о будущем корпоративных облигаций в Казахстане. Временная инвестиционная стратегия ЕНПФ направит 90% средств на покупку госбумаг в целях финансирования дефицита бюджета, а оставшиеся 10% поделят между квазигосударственными компаниями и депозитами банков второго уровня. «В целом, наверное, это направление будет продолжено», — заметил глава центробанка. Фактически решение ставит крест на рынке корпоративного долга средних компаний, который задумывался как поставщик бумаг для пенсионных фондов.

Г-н Келимбетов уточнил, что облигации корпоративного сектора все же могут быть куплены фондом при наличии их высокой надежности. «Мы хотим знать, кто эмитирует бумаги в Казахстане, для чего он это делает, насколько устойчива эта компания», — объяснил новый глава Нацбанка. Другим методом фильтрации эмитентов может стать назначение специальных операторов из числа бывших НПФ и управляющих компаний, которые будут анализировать выпуски и проводить оценку на предмет возможности инвестирования пенсионных активов в те или иные бумаги.

Однако кардинально ситуацию этот реверанс не меняет. Если корпоративных заемщиков и допустят к пенсионным деньгам, то в объеме, явно недостаточном для нормального развития рынка облигаций. За последние три года пенсионные накопления ежегодно прирастали в среднем на 500 млрд тенге. Даже 10%, то есть когда рынку корпоративного долга достанется 50 млрд тенге, не спасут его, так как инвестиции составят лишь 1% от текущей капитализации рынка облигаций. Но, скорее всего, лимит для корпоративных облигаций будет гораздо меньше 10%.

Риск аутсорсинга

Страх дефолта заемщиков, бумаги которых окажутся в портфелях пенсионных фондов, тянется с острой фазы финансового кризиса, когда в течение календарного года (конец 2008 — конец 2009 года) сразу два десятка казахстанских компаний объявили о неспособности обслуживать свой долг. Среди них были как неизвестные дебютанты, так и знакомые имена. В итоге портфели многих НПФ просели по доходности, возникла проблема неликвидных бумаг.

Причина дефолта большинства тех компаний — «букет» профессиональных проблем: слабая бизнес-модель, не перенесшая кризис, плохой финансовый менеджмент и чрезмерная уверенность в том, что ежемесячно растущий пул пенсионных средств поглотит любые выпуски облигаций.

С тех пор многое изменилось. По мнению экспертов, дефолт и некачественные эмитенты сегодня маловероятны: рынок наработал достаточные механизмы их определения и купирования. «Первоначальный критерий качества эмитента — безусловно, его репутация и финансово-экономические показатели. Все эти параметры могут быть проанализированы с помощью определенных процедур, которые существуют и сейчас: листинга биржи, получения кредитного рейтинга, плюс определенные финансовые показатели бизнеса. Оперирование этими категориями и даст искомый результат. Почему они не ужесточались в свое время? Сложно сказать, наверное, из желания больше направить средств на финансирование экономики и возложить заботу об устойчивости эмитентов на пенсионные фонды, так как в случае ошибок именно пенсионные фонды за счет собственных ресурсов должны были погашать убытки», — ответили нам в одном пенсионном фонде.

«Кризис расчистил рынок во всех отношениях. Дефолты показали, что не все компании достойны того, чтобы быть представленными на облигационном рынке, и была выстроена система координат, минимизирующая появление некачественных эмитентов. Регулятор ужесточил требования по инвестированию активов НПФ. В частности, была введена система взвешивания активов по рискам, основанная на уровне рейтинга эмитента и облигаций. Чем ниже рейтинг вложений, тем большее давление на собственный капитал испытывает НПФ.

Данная система демотивирует НПФ вкладывать в ненадежных эмитентов и их ценные бумаги, т.к. в противном случае они могут столкнуться с проблемой достаточности собственного капитала. Кризис заставил биржу и КФН пересмотреть требования к самим эмитентам, которые допускаются на листинг. Биржа обязала все новые выпуски облигаций иметь рейтинг, в то время как КФН заставил эмитентов при выпуске облигаций нанимать компанию, осуществляющую функцию представителя держателей облигаций. Сами НПФ, акционерами которых выступал частный бизнес, наученные горьким опытом, стали более внимательно оценивать риски, понимая далеко идущие последствия от некачественных бумаг в портфеле, — рассказывает вице-президент компании «Сентрас Секьюритиз» Екатерина Карцева.

В список эффективных инструментов, защищающих инвесторов, можно добавить также ковенанты, корпоративное управление и риск-менеджмент, которые несколько лет назад ввелись в деловой обиход железной рукой регулятора. Дефект инфраструктуры рынка корпоративных облигаций вовсе не в том, что не хватает инструментов регулирования, а в принципах их применения. В том, что многие из них использовались формально. И задача регулятора — не изобретать велосипед, а заставить полноценно работать то, что уже создано на рынке.

Хотя, признаем, запустить механизмы достаточно трудно. Чтобы инструментами не пользовались формально ни те, кто выпускает облигации, ни те, кто их покупает, необходимо их общее желание работать на финансовом рынке «вдолгую» и рассматривать выпуск облигаций как создание публичной кредитной истории, а их покупку — как ответственность за формирование успешного инвестиционного бизнеса. А это не совсем в компетенции регуляторных и надзорных органов.

Если же пройтись детально по идеям Национального банка, то неясно, каким образом управляющие компании и экс-НПФ смогут заменить независимые рейтинговые агентства в плане непредвзятости оценки. Кто будет заказчиком и, соответственно, плательщиком такого госзаказа? До последнего времени эмитенты сами интересовались получением достаточно, кстати, дорогого рейтинга — как нематериального подтверждения кредитного качества. Новоиспеченные оценщики, скорее всего, с энтузиазмом возьмутся за дело, но кто оплатит эти издержки? А главное — какую ответственность они будут нести за свои выводы? Интересно знать, как отразится оценочный аутсорсинг на штатном расписании ЕНПФ и на ответственности штатных риск-менеджеров и управляющих активами и в конечном итоге на ответственности самого фонда и его материнской структуры — правительства страны.

Ориентацию не поменять

Что же сегодня будет с рынком облигаций? Учитывая объединение НПФ в ЕНПФ, количество игроков-инвесторов критически сократится. А ликвидность и активность торгов возможны только при наличии большого числа игроков на рынке. Мы уже наблюдаем, как с объединением фондов рынок корпоративных облигаций замер, объемы торгов существенно сократились. И с учетом озвученных планов по инвестированию активов ЕНПФ преимущественно в ГЦБ будущее корпоративного рынка облигаций находится под большим вопросом.

«Эксперт Казахстан» обзвонил несколько инвестиционных компаний, занимающихся корпоративным финансированием. Почти все они пожаловались на отсутствие желающих выпускать облигации — нет покупателей. Сейчас пенсионные активы могут быть вложены исключительно в облигации банков с рейтингом надежности не менее В- и в облигации компаний с государственным участием не ниже 50%. В сентябре и октябре на рынок вышли несколько заемщиков из реального сектора. Они не смогли разместить свои выпуски, несмотря на хорошее кредитное качество. Да и банки сейчас размещаются все больше с премией к текущему рынку.

Переформатировать рынок корпоративных облигаций с пенсионных фондов на другие категории инвесторов вряд ли получится. Страховой сектор в плане инвестирования весьма слаб и не располагает достаточными средствами для финансирования реального сектора. ПИФы после кризиса растеряли большинство инвесторов и находятся на грани выживания. Закрывание облигационного рынка лишь усугубит их нелегкое положение. Еще есть население, которое держит на депозитах в банках 3,7 трлн тенге. С учетом того, что на развитых рынках облигации — вполне привычная инвестиция для индивидуальных инвесторов, которые держат бумаги до погашения, считая их консервативным инструментом долгосрочной инвестиционной стратегии, казахстанцы также могли бы покупать корпоративные долги. Если бы не прямая конкуренция облигаций с банками. «Банки предлагают депозиты с достаточно высокой ставкой

в 9,4%. Чтобы заинтересовать частных инвесторов, компании-эмитенты должны предложить ставки существенно выше депозитных. Но это маловероятно в силу двух причин. С одной стороны, учитывая текущие высокие требования к эмитентам, компании, способные выпускать облигации, должны быть достаточно надежными, что подразумевает невысокие ставки. С другой стороны, таким компаниям дешевле привлечь заемный капитал в банках, которые сейчас тоже в поиске надежных заемщиков, и таким компаниям предлагаются очень хорошие условия заимствования»,— полагает г-жа Карцева.

«Рынок облигаций, как правило,— рынок долгосрочных инвесторов, каковыми являются в лучшем случае страховые и пенсионные фонды. Поэтому просто переделать его под физических лиц и брокерские компании не представляется возможным, такой срез инвесторов в Казахстане пока не развит. Рынок облигаций может быть интересен банкам второго уровня, если Национальный банк сможет на время принимать на свой баланс эти бумаги по учетной ставке. Но, учитывая текущий объем облигаций в пенсионных фондах, думаем, другие сектора в случае реализации облигаций, конечно, не смогут поглотить весь объем и оказать серьезную поддержку»,— поделились мнением в одной из брокерских компаний. Получается, что кроме пенсионных фондов с их колоссальной потребностью в длинных и недорогих деньгах, других кредиторов, интересных эмитентам, на сегодняшний день нет и, скорее всего, не будет.

Стагнация рынка корпоративных облигаций мультипликативным эффектом отзовется на всем финансовом рынке. Банки, нуждающиеся в альтернативном фондировании для улучшения структуры пассивов, смогут теперь рассчитывать исключительно на депозитную базу и государственные программы. Внешние рынки для них еще закрыты — у международных инвесторов оказалась длинная историческая память. Для банков стоимость денег зависнет на высоком уровне. Понятно, что поднимать ставки по депозитам банки бесконечно не смогут, ставки просто останутся на конкурентном уровне, осилить который смогут не все банки.

Инвестиционные компании, зарабатывающие как финансовые консультанты и андеррайтеры облигационных выпусков, недополучат выручки, не смогут достаточно развивать бизнес и потеряют в конкурентоспособности. Что особенно печально, это в преддверии 2018 года, когда ожидается создание единого финансового рынка в рамках ТС. Реальный сектор, за исключением национальных и крупных частных компаний, лишится дополнительного финансового рычага и попадет под полный кредитный диктат коммерческих банков.

В выигрыше остается государство, получающее максимальный доступ к долгосрочным ресурсам с целью преодоления дефицита бюджета. Вовсе не факт, что Национальному банку удастся убедить правительство поднять доходность по госбумагам для государственного пенсионного фонда. Иначе теряется экономический смысл от использования этих средств. Регулятор уже заявил, что приоритетным для него будет не доходность, а сохранность и безопасность пенсионных активов. К тому же искусственное поднятие ставок окончательно собьет ориентиры в вопросе формирования кривой доходности, над созданием которой рынок бьется не первый год.

Татьяна Батищева