

ОТ МАЛА ДО ВЕЛИКА

СВЫШЕ 80% ДОЛГОВОГО РЫНКА ЛИЗИНГОВЫХ КОМПАНИЙ КОНТРОЛИРУЕТСЯ ЧЕТЫРЬМЯ КРУПНЫМИ ИГРОКАМИ (ГТЛК, ВТБ, ВЭБ И «ТРАНСФИН-М»), КОТОРЫЕ ЗАЧАСТУЮ РАЗМЕЩАЮТСЯ НЕРЫНОЧНО, ПОД КОНКРЕТНОГО ПОКУПАТЕЛЯ. ПРИ ЭТОМ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ БОЛЬШОЙ ИНТЕРЕС ПРЕДСТАВЛЯЮТ НЕКРУПНЫЕ КОМПАНИИ, КОТОРЫЕ НЕ ИМЕЮТ ВОЗМОЖНОСТИ ВЫГОДНО КРЕДИТОВАТЬСЯ В БАНКАХ И ПРИВЛЕКАЮТ ФИНАНСИРОВАНИЕ ПУТЕМ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ. ГЕОРГИЙ КАРЧИК

Доля выпущенных облигаций в фондировании лизинговых компаний (ЛК) в текущем году снизилась почти в два раза: с 10,5 до 6,6%. Такому сценарию способствовали скорее общие, чем отраслевые причины. Среди них — ухудшение конъюнктуры облигационного рынка во втором-третьем кварталах 2018 года. «Жесткая конкуренция среди банков за надежных заемщиков привела к сужению спреда между банковскими ставками и эффективной доходностью облигаций с 3–4 п. п. в 2015–2016 годах и до 0–1 п. п. в 2018-м. Помимо стоимости, дополнительным аргументом в пользу банковского долга может стать снижение прозрачности некоторых компаний, попавших под санкции», — отмечает директор по банковским рейтингам агентства «Эксперт РА» Руслан Коршунов. Агентство Fitch Ratings в минувшем году оценивало операционную среду лизингового сектора на уровне ВВ–, то есть на две ступени ниже российского банковского сектора.

По данным анкетирования ЛК, которое провел «Эксперт РА», основным источником финансирования лизинговых сделок по-прежнему остаются банковские кредиты, доля которых за девять месяцев 2018 года в профинансированных средствах составила около 67% против 57% годом ранее. Рост кредитов также был обусловлен снижением ставок по банковским кредитам ввиду соответствующей динамики ключевой ставки в 2017 году и в первом полугодии 2018 года.

ВЫПУСК ДЛЯ СВОИХ По статистике, из входящих в топ-10 крупнейших лизинговых компаний больше половины использует для привлечения средств облигации. Причем среди них присутствуют лизинговые компании крупнейших банков. Среди не крупных игроков инструмент выпуска облигаций используется незначительно. Сейчас на Мосбирже торгуются облигации всего 11 лизинговых компаний, тогда как рейтинг агентства «Эксперт РА» насчитывает 120 представителей данной сферы. Основной недостаток подобного финансирования — процедурные слож-

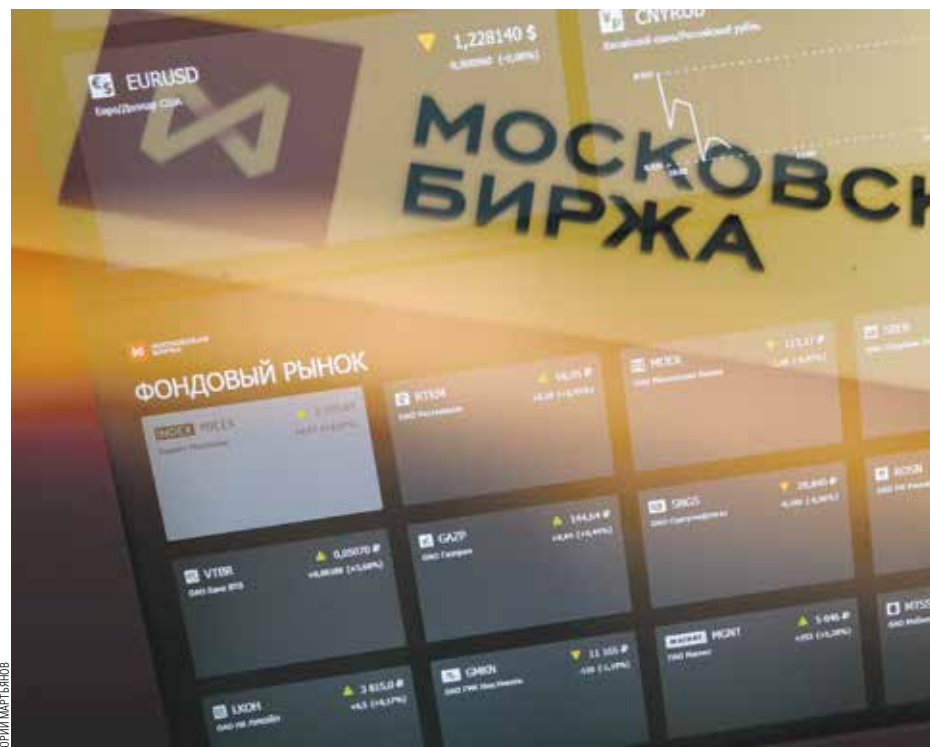
ности. Но в итоге такое заимствование позволяет снизить процентную ставку и меньше платить за обслуживание долга.

«Выпуски облигаций зачастую кэптивны, то есть не менее 50% размещений частных лизинговых компаний по факту выкупаются аффилированными с собственниками лизинговых компаний структурами», — отмечают в агентстве «Эксперт РА». — То есть выпуск проводится под конкретного покупателя: нередко НПФ, страховые компании, банки, крупные холдинги, близкие к лизинговой компании, выкупают ее выпуски». В результате free float российских лизинговых бондов составляет меньше половины номинального объема.

Примечательно, что у подавляющего большинства лизинговых компаний облигации в рублях, однако, у таких компаний, как ГТЛК и «ВЭБ-лизинг», присутствуют еврооблигации в долларах на общую сумму \$920 млн.

ДОЛГ ПЛАТЕЖОМ КРАСЕН Несомненно, аффилированным с банками лизинговыми компаниям легче выпускать облигации, поскольку крупный банк вызывает большее доверие у инвесторов в возврате долга, полагает аналитик QBF Денис Иконников. «При этом самостоятельные лизинговые компании зачастую более охотно выходят на долговой рынок, чем аффилированные с банками, так как не имеют возможности получать финансирование от основного акционера», — считает аналитик отдела продаж ИФК «Солид» Вадим Кравчук. — На российском рынке сейчас нет облигаций «Сбербанк Лизинга» и «Альфа-лизинга», которые уверенно входят в топ-6 по объему портфеля на 1 января 2018 года. Им, вероятно, проще и дешевле заимствовать у головных организаций, чем осуществлять размещение на бирже».

Именно размещение средних и мелких компаний, желающих создать себе публичную кредитную историю и улучшить переговорные позиции с банками, может стать драйвером российского облигационного рынка в будущем. Доходность не крупных эмитентов может быть очень



НЕПРОЗРАЧНОСТЬ РЫНКА И ОТСУТСТВИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ СНИЖАЮТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ЛИЗИНГОВЫХ КОМПАНИЙ В ГЛАЗАХ ИНВЕСТОРОВ

интересной для инвесторов. Так, в конце ноября не крупная ростовская лизинговая компания «МСБ-Лизинг» размещает облигационный заем на Московской бирже. Ростовчане планируют привлечь 150 млн рублей на 2,5 года. Срок обращения — 30 месяцев, купонный доход — 13,75%. В конце ноября другая не крупная компания «Директ Лизинг» завершила размещение трехлетних облигаций объемом 100 млн рублей. Ставка купона установлена в размере 14% годовых.

Если говорить о крупных компаниях, то там доходность, конечно, ниже. «Облигации лизинговых компаний приносят сопоставимую с рыночной доходность в рублях, которая в среднем составляет 9% годовых по индексу корпоративных облигаций MICEXCBITR. Тем не менее точно оценить доходность довольно сложно в связи с низкой ликвидностью облигаций», — считает господин Иконников.

«Рынок корпоративных облигаций в России относительно молод и имеет предпосылки для активного развития в ближайшие годы, несмотря на ситуацию в текущем году», — полагает заместитель финансового директора компании «Балтийский лизинг» Дмитрий Казаковцев. — Привлечь деньги через размещение облигационных займов мы начали в 2014 году. На сегодня более половины заемных средств компании сконцентрировано в облигациях, в обращении находится пять выпусков облигаций на общую сумму около 13 млрд рублей. Мы держим руку на пульсе рынка и, в случае нормализации ситуации с точки зрения потенциала эффективного выхода на рынок с новыми выпусками, обязательно будем это делать».

МУТНАЯ ПРОЗРАЧНОСТЬ Отсутствие регулирования и отчетности, объективно отражающей специфику ЛК, снижает привлекательность облигаций участников рынка для потенциального инвестора. По этой причине доходность их облигаций выше на 1–2 п. п., чем, например, у банков с сопоставимым кредитным рейтингом, отмечают в «Эксперте РА». «Доходность „лизинговых“ бумаг к погашению

почти всегда выше, чем у компаний из других секторов», — добавляет господин Кравчук. — Это связано с более высоким кредитным риском, так как покупатель облигации не может оперативно отслеживать качество кредитного портфеля эмитента. Например, доходность облигаций «ВЭБ-лизинга» с погашением в 2021 году превышает доходность ОФЗ с аналогичным сроком погашения на 90 б. п.».

«Значительно сказывается на котировках фактически отсутствие регулирования лизингового рынка, у него нет лицензирования, отчетности перед ЦБ», — полагает гендиректор компании «Лизинг Финанс» Станислав Ким. — Поэтому у стороннего инвестора появляются значительные риски. Он не может узнать, что творится внутри компании».

Дополнительная премия за лизинговый профиль деятельности возникла в результате ряда дефолтов компаний. Последний был год назад: ЛК «Медведь» в 2017 году была ликвидирована, компания провела размещение в 1 млрд рублей. Особенно негативно был воспринят инвесторами дефолт лизинговой компании «Уралсиб» в 2014 году, поскольку ранее считалось, что участие крупного банка в капитале является некоей гарантией устойчивости таких структур.

Тем не менее предстоящая реформа лизинга в России может сделать отрасль прозрачной и инвестиционно привлекательной за счет снижения стоимости кредитных ресурсов. 14 ноября в Госдуму был внесен правительственный законопроект о регулировании деятельности лизинговых компаний. Согласно ему, Банк России будет отвечать за обязательный перевод лизингодателей на МСФО и формирование статистики их деятельности, оценку финансового положения компаний и лизингового сектора, а также развитие саморегулирования на рынке лизинга. Регулирование отрасли Центробанком позволит выстроить эффективную систему управления рисками, исключить мошеннические сделки, приведет к повышению открытости лизингового рынка. Следствием этого может стать рост интереса инвесторов к сектору лизинговых облигаций. ■