Morgan Stanley

Анастасия Блум,
исполнительный директор, глава отдела по рынкам акционерного капитала в России

Антуан Де Гилленшмидт,
исполнительный директор, глава отдела по рынку конвертируемых инструментов в Европе

Облигации ПРЕВРАЩАЮТСЯ...

В ЭТОМ ГОДУ РЫНОК КОНВЕРТИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ ВНОВЬ СТАЛ ДОСТУПЕН ЕВРОПЕЙСКИМ ЭМИТЕНТАМ, СОЗДАВ НОВЫЙ ПУЛ ЛИКВИДНОСТИ, ОТКРЫТЫЙ И ДЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ. С НАЧАЛА ГОДА В ЕМЕА (РЕГИОН, ОБЪЕДИНЯЮЩИЙ ЕВРОПУ, БЛИЖНИЙ ВОСТОК И АФРИКУ) БЫЛО ПРОВЕДЕНО 30 НОВЫХ ЭМИССИЙ, В РЕЗУЛЬТАТЕ КОТОРЫХ ЗАЕМЩИКАМ УДАЛОСЬ ПРИВЛЕЧЬ ПОЧТИ $19 МЛРД.

Несмотря на изменчивую природу рынков капитала для российских эмитентов, компания «Альянс» (Alliance Oil) и группа «Евраз» (Evraz) успешно провели размещения конвертируемых бондов (менеджером книги заявок по обеим сделкам выступил Morgan Stanley), продемонстрировав, что в арсенале заемщиков из России появился еще один инструмент привлечения финансирования.

История последних десяти лет на рынках капитала в России была отмечена спадами и подъемами небывалых масштабов, однако она доказали способность рынка выстоять перед кризисом. Особенностью «открытия сезона» 2009 года стало оживление интереса к такому типу инструментов, как конвертируемые облигации. Несмотря на наличие ряда прецедентов, конвертируемые облигации всерьез не завоевали популярности среди эмитентов, которые предпочитали использовать для привлечения капитала более традиционные и простые по структуре инструменты. Почему же Alliance Oil и «Евраз» решили использовать инструмент, который являлся новым не только для этих заемщиков, но и для российского рынка в целом?

Конвертируемые облигации представляют собой обычные бонды, в структуру которых «встроен» варрант — в данном случае в отношении права инвесторов обменять облигации на акции. По сути, экономическая стоимость долгового инструмента уменьшается на стоимость опциона, лежащего в основе варранта, что позволяет уменьшить размер купона по сравнению с превалирующим рыночным уровнем для обыкновенных облигаций. Именно поэтому конвертируемые облигации часто ассоциируются с понятием «дешевого долга». Кроме того, конвертируемые инструменты универсальны и подходят для различных ситуаций, так как их структуру можно изменять с учетом потребностей эмитента: базовым активом облигаций могут выступать новые акции компании, существующие казначейские акции или акции другой компании, находящиеся на балансе эмитента (в последнем случае инструмент принято называть обмениваемой облигацией). Кроме того, конвертация может как состояться по решению инвестора (традиционная структура), так и являться обязательной (mandatory convertible) либо предусматривать погашение

эквивалентной стоимости денежными средствами (cash settled). Основными параметрами традиционных конвертируемых облигаций являются купон и цена конвертации (или конверсионная цена), которая рассчитывается с учетом премии к текущей цене акций (так называемая премия при конвертации, или конверсионная премия). Таким образом, конвертируемые облигации фактически дают эмитенту возможность осуществить форвардную продажу акций с премией к текущей цене за счет гарантирования инвестору возврата изначально вложенного капитала плюс выплаты купона. При наступлении срока погашения инвесторы либо конвертируют принадлежащие им облигации в акции на основе заранее установленного коэффициента, либо обращаются к эмитенту за получением изначально уплаченной суммы по облигациям. Конвертация происходит только в том случае, если это экономически выгодно инвесторам, то есть если цена акций на момент конвертации превышает изначально согласованную цену конвертации, при этом количество получаемых инвестором акций рассчитывается путем деления совокупного объема эмиссии на изначально установленную цену конвертации.

Используя вышеописанный инструмент, компания Alliance Oil выпустила в июне этого года пятилетние конвертируемые облигации объемом $265 млн с купоном 7.25% и ценой конвертации на 27.5% выше текущей цены. В июле «Евраз» также разместил пятилетние конвертируемые бонды объемом $650 млн с купоном 7.25% и премией при конвертации в размере 28%. Оба эмитента приняли решение привлечь капитал через размещение конвертируемых бумаг, поскольку рынок евробондов был фактически закрыт для эмиссий значительного объема и в любом случае потребовал бы принятия ограничивающих ковенантов и более высокого уровня купонных выплат. Кроме того, эмиссия конвертируемых облигаций позволила компаниям диверсифицировать базу инвесторов, тем самым увеличив объем привлекаемых средств.

Начиная с марта этого года на европейском рынке наблюдается исключительный период роста новых размещений конвертируемых облигаций, при этом львиная доля проведенных сделок приходится на Morgan Stanley, который организовал выпуск и размещение приблизительно 50% всего объема за год.

Причиной такого потока выпусков конвертируемых облигаций стала возросшая привлекательность данного инструмента как для эмитентов, так и для инвесторов, ставшая особо актуальной в текущей экономической ситуации. Для эмитента конвертируемые облигации привлекательны тем, что в условиях кредитного кризиса дают возможность укрепить баланс компании, используя средства от размещения долговых бумаг с привлекательным уровнем купона и избегая необходимости размытия долей существующих акционеров при текущих низких ценах на акции. Для инвесторов такой инструмент обеспечивает защиту от дальнейшего падения цен и одновременно возможность выиграть от роста через встроенный в структуру инструмента опцион, выгода от которого может быть значительной, учитывая, насколько рынки упали с пиковых высот. Наличие опциональности в структуре конвертируемых бондов также способствовало диверсификации базы инвесторов.

Если в прошлом ведущими участниками рынка конвертируемых облигаций выступали арбитражные хедж-фонды, которые инвестировали исключительно по соображениям, связанным с техническими характеристиками инструмента, сейчас в размещениях конвертируемых облигаций начали активно участвовать долгосрочные инвесторы, которые рассчитывают выиграть в случае роста акций. При этом долгосрочные инвесторы готовы жертвовать некоторой частью потенциала роста по сравнению с прямой покупкой акций на рынке в обмен на защиту от снижения цены. Таким образом, происходит частичное изменение базы инвесторов. Ряд небольших арбитражных фондов, специализирующихся на конвертируемых облигациях, больше не инвестирует в данные инструменты в том объеме, как раньше, поскольку они понесли существенные потери в прошлом году. Произошло смещение спроса. Фонды долгосрочных вложений, на которые в последнее время приходится значительный приток инвестиций, ведут за собой рынок и определяют условия сделок; важную роль продолжают играть крупные арбитражные фонды, которые не только окрепли после событий прошлого года, но и изменили свою инвестиционную стратегию, добавив к арбитражу инвестиции на базе фундаментального анализа и динамики рынка.

Для успешного размещения конвертируемых облигаций необходимо участие обоих типов инвесторов, и эмитент, желающий выйти на этот рынок, должен обеспечить сочетание таких факторов, как привлекательная инвестиционная история, стабильные кредитные показатели и хорошо продуманная структура сделки, позволяющая фондам реализовать свои инвестиционные стратегии, включая арбитражные.

Morgan Stanley выступал менеджером книги заявок в сделках Alliance Oil и группы «Евраз». Хотя внешне эти размещения кажутся идентичными, детали каждой сделки значительно различались и требовали индивидуального структурирования с учетом специфики эмитента и ситуации на рынке. Учитывая сочетание элементов как долгового, так и акционерного финансирования в структуре конвертируемых облигаций, структурирование и исполнение сделки требует от организатора опыта, охватывающего как активное присутствие на рынке новых размещений, понимание того, к чему восприимчивы инвесторы, так и умение адаптировать традиционно используемые структуры выпусков к конкретному случаю.

Например, в рамках выпуска конвертируемых облигаций «Евраза» структура сделки предусматривала участие контролирующего акционера, который приобрел облигации общим объемом $200 млн, что стало важным сигналом для рынка. Сделка также обеспечивала инвесторам возможность займа акций (stock borrow) через Morgan Stanley, что позволило дополнительно увеличить спрос. По условиям размещения конвертируемые облигации имеют равный статус с существующими еврооблигациями компании. Этот элемент был добавлен с целью исключить арбитраж в рамках структуры капитала при отсутствии ковенантов; выпуск конвертируемых бондов был произведен одновременно с размещением акционерного капитала компании, при этом удалось избежать «каннибализации» спроса по обоим выпускам.

Выпуск конвертируемых инструментов для российских эмитентов также осложняется из-за особенностей российского законодательства и принятой торговой практики на российских рынках. В частности, риски, которые должны будут принять инвесторы в конвертируемые бумаги, в основе которых лежат обыкновенные акции, гораздо более значительны, чем соответствующие риски при покупке тех же акций на рынке или в рамках размещения.

Последние европейские выпуски конвертируемых облигаций, объемом от 100 млн евро, с начала 2009 г. по настоящее время [1)]

Дата установления цены	Эмитент/базовая компания	Объем (млн евро)	Срок обращения	Конверсионная премия, %	Купон, %
23.07.09	KfW / Deutsche Post	750	5	35.0	1.500
17.07.09	British Airways *	405	5	37.6	5.800
08.07.09	Группа Евраз	428	5	28.0	7.250
02.07.09	Nyrstar *	105	5	27.5	7.000
02.07.09	Clariant *	197	5	30.0	3.000
29.06.09	Maurel & Prom *	259	5	30.0	7.125
26.06.09	Peugeot	500	7	33.1	4.450
25.06.09	SGL Carbon *	190	7	30.0	3.500
25.06.09	Abengoa *	200	5	30.0	6.875
25.06.09	Suedzucker	255	7	30.0	2.500
23.06.09	Air France	661	6	35.0	4.970
17.06.09	J Sainsbury	223	5	35.0	4.250
16.06.09	Publicis	625	5	35.5	3.125
15.06.09	Nexans *	190	7	30.0	4.000
12.06.09	Vedanta *	893	7	35.0	5.500
12.06.09	Alliance Oil Company *	190	5	27.5	7.250
10.06.09	Bulgari *	130	5	33.6	5.375
28.05.09	Eurazeo/Danone *	610	5	25.0	6.250
27.05.09	First Quantum *	360	5	35.0	6.000
18.05.09	AngloGold	530	5	37.5	3.500
18.05.09	Infineon *	198	5	25.0	7.500
14.05.09	Q-Cells *	250	5	35.0	5.750
29.04.09	ArcelorMittal	526	5	32.4	5.000
29.04.09	WPP	500	5	40.0	5.750
27.04.09	Immofinanz [2)]	230	3	30.0	7.000
21.04.09	Unibail	575	6	30.0	3.500
16.04.09	Anglo American	1 288	5	35.0	4.000
08.04.09	Cap Gemini	575	5	35.0	3.500
24.03.09	Autoliv [3)]	122	3	20.0	8.000
24.03.09	ArcelorMittal	1 250	5	32.0	7.250

** Обозначает размещения субинвестиционной категории.*

[1)] Цветом выделены размещения, которые провел Morgan Stanley.

[2)] Новая эмиссия в результате предложения об обмене в рамках общей реструктуризации; конверсионная премия рассчитана на основе цены закрытия 27 апреля, когда было объявлено предложение.

[3)] Облигации с обязательной конвертацией/обмениваемые облигации.

Эти риски далее увеличиваются из-за ограниченной ликвидности на рынке и неопределенности в отношении возможности использования арбитражных стратегий. С другой стороны, при использовании в качестве базового актива глобальных депозитарных расписок (ГДР) существуют ограничения по объему, так как только определенный процент акционерного капитала компании может быть выпущен в форме ГДР. Тем не менее, размещение конвертируемых облигаций является важным способом привлечения финансирования, который каждая компания должна рассматривать как возможное дополнение к набору используемых финансовых инструментов. Хотя и следует отметить, что конвертируемый бонд не всегда будет оптимальным решением задачи для того или иного эмитента.

Мы ожидаем, что, как и большинство других рынков капитала, рынок конвертируемых облигаций несколько снизит свою активность в августе, однако осенью 2009 года общая обстановка, вероятнее всего, будет благоприятной для эмитентов с сильной кредитной историей, способных продемонстрировать рынку наличие катализаторов роста. Одновременно наблюдается улучшение отношения инвесторов к России, и мы уверены, что в будущем увидим все больше эмитентов, привлекающих средства на рынке конвертируемых облигаций. ©