Организованный ДЕФОЛТ

Константин Лысенко

В НАЧАЛЕ ОСЕНИ ОСНОВНОЕ ВНИМАНИЕ УЧАСТНИКОВ РЫНКА БЫЛО ПРИКОВАНО К ПЕРЕГОВОРАМ ВОКРУГ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ДОЛГА «НАФТОГАЗА УКРАИНЫ». В ИТОГЕ К КОНЦУ МЕСЯЦА СТАЛО ОЧЕВИДНО, ЧТО ДЕФОЛТ ПО ДОЛГАМ КРУПНЕЙШЕЙ УКРАИНСКОЙ КОРПОРАЦИИ НЕИЗБЕЖЕН. ЭТО ОСНОВАТЕЛЬНО ПОДОРВАЛО ДОВЕРИЕ К УКРАИНСКИМ ГОСБУМАГАМ И ПРИВЕЛО К УХУДШЕНИЮ КЛЮЧЕВЫХ ИНДИКАТОРОВ НАЦИОНАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА.

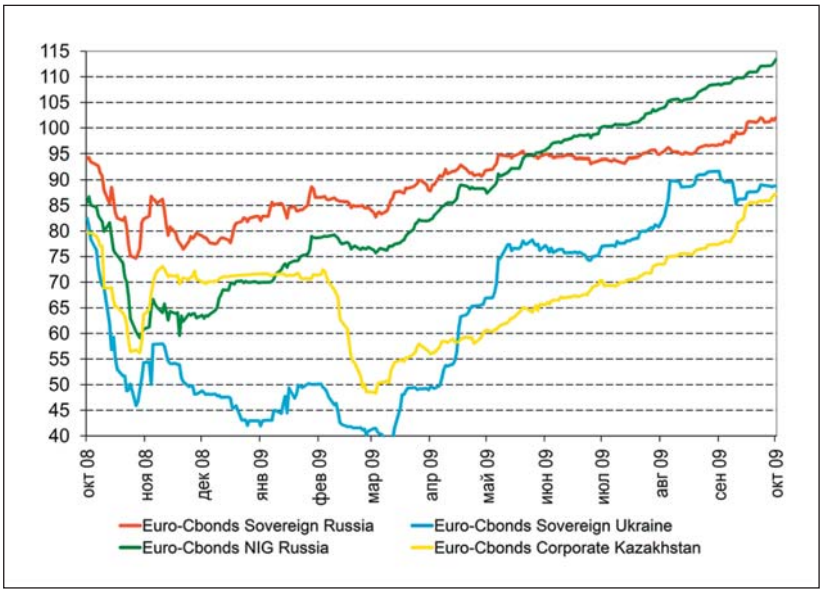
РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН СНГ В СЕНТЯБРЕ 2009 ГОДА

Шумиха вокруг процесса реструктуризации долгов «Нафтогаза Украины» и дефолт государственной корпорации в итоге негативным образом сказались на динамике спредов по индексу EMBI+ по Украине. В течение сентября данный показатель вырос на 120 б.п. и к концу месяца составил 888 б.п. Одновременно с увеличением спредов подскочила и стоимость украинских кредитно-дефолтных свопов (CDS) на 114 б.п., хотя на протяжении последних месяцев она неизменно снижалась.

По России же сохранилась и даже усилилась благоприятная тенденция сужения спредов по индексу EMBI+: на 94 б.п. до 281 б.п. по сравнению с 6 б.п. в августе 2009 года. Индекс российских суверенных еврооблигаций продолжил свой рост (еще на 5 пунктов) и достиг очередного максимума с начала года — 101.5 при снижении доходности на 105 б.п. до 6%. CDS по России снизились на 64 б.п. до 210 б.п.

Высокий рост продемонстрировал индекс российских компаний неинвестиционного уровня Euro-Cbonds NIG Russia, увеличившийся на 4% до 112.7% при снижении доходности на 112 б.п. до 9%. Доходности по наиболее надежным заемщикам корпоративного сектора также показали существенное снижение. Доходность по долларовым еврооблигациям «Газпрома» на коротком конце кривой сократилась на 100 б.п., на длинном — на 120 б.п. По «Вымпелкому» аналогичные показатели изменились на 150 и 100 б.п. соответственно; по ВТБ — на 100 и 40 б.п.

Динамика индексов еврооблигаций России, Украины и Казахстана

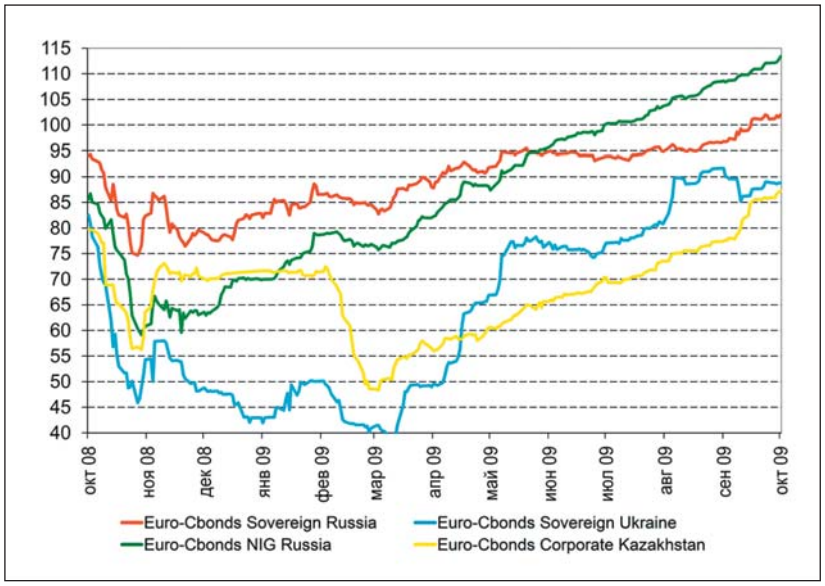


ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В сентябре 2009 года были размещены три выпуска еврооблигаций эмитентов из стран СНГ. Евразийский банк развития (ЕАБР) разместил пятилетние еврооблигации на $500 млн. Объем книги заявок инвесторов составил свыше $5 млрд. Таким образом, спрос превысил предложение более чем в 10 раз. В результате высокого спроса первоначально установленный ориентир доходности 7.75% был снижен, и бумаги проданы по номиналу со ставкой купона 7.375%. Организаторами размещения выступили Deutsche Bank, JP Morgan и Royal Bank of Scotland. По мнению многих экспертов, выпуск ЕАБР был оценен справедливо и по достоинству. Он стал лучшим по условиям размещения среди всех еврооблигаций, выпущенных за последний год эмитентами из России и других стран СНГ.

Инвестиционная группа «Ренессанс Капитал» успешно разместила первые после кризиса еврооблигации на $225 млн при годовой ставке купона в 12% и доходности первичного размещения, равной 15%.

Индикативные кривые доходности



При этом эмитенту удалось обменять на новые евробонды часть бумаг предыдущего выпуска LPN с погашением в ноябре 2009 года. На обмен согласились держатели нот в объеме $100.4 млн, что составляет примерно 45% выпуска. Таким образом, компания существенно снизила нагрузку по обслуживанию долга в ноябре 2009 года. Поручителями по выпуску стали Renaissance Financial Holdings Limited (RFHL) и Renaissance Capital Holding Limited (RCHL). Организаторы размещения — Credit Suisse и Renaissance Securities (Cyprus) Limited.

ОАО «Газпром» впервые разместило трехмесячные еврокоммерческие бумаги (ECP) в объеме $600 млн при доходности первичного размещения 3.4%. Общий объем мультивалютной программы ECP составляет $4 млрд. Организовывал размещение UBS Investment Bank.

Помимо перечисленных эмиссий, в сентябре Международный банк реконструкции и развития (World Bank) разместил еврооблигации, номинированные в российских рублях в объеме 6.5 млрд с купонной ставкой 10%. Срок обращения бумаг — 2.5 года.

ПЛАНИРУЕМЫЕ ВЫПУСКИ

В прошлом месяце стало известно о планах России и Украины разместить в 2010 году еврооблигации на $18 и $1.08 млрд соответственно. Об этом заявляют уполномоченные лица правительств стран. Последний раз Россия выходила на рынок евробондов в 2000 году, а Украина — в 2007 году.

Из-за высокой стоимости заимствований на еврооблигационном рынке и низкой склонности инвесторов к рискам на Западе средние российские компании вынуждены искать альтернативные источники финансирования. Так, «ВТБ Лизинг» при помощи «ВТБ Капитала» планирует первой среди российских компаний занять $200 млн на долговых рынках стран Ближнего Востока, выпустив исламские облигации сукук. Особенностью данного вида бумаг является то, что они не имеют фиксированного процента. Всю прибыль и убытки инвестор делит с эмитентом, и доход его всецело зависит от результатов ведения бизнеса последнего. Отметим, что «ВТБ Лизинг» планировал эмиссию еще летом 2009 года, однако она была отложена из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры. В настоящее время условия вполне благоприятствуют размещению. Цены на нефть, основной источник доходов исламских инвесторов, держатся на достаточно высоком уровне. Кроме того, как заявляет генеральный директор VTB Capital plc Герберт Моос, после кризиса основные источники капитала сосредоточились в Азии и на Ближнем Востоке. Партнером размещения с исламской стороны выбрана Liquidity Management House for Investment Company — инвестдочка банка Kuwait Finance House.

В ближайшее время ОАО «Мегафон» планирует разместить евробонды на сумму до $1.5 млрд. В начале сентября совет директоров компании поручил менеджменту подготовить программу среднесрочных еврооблигаций, позволяющую привлекать финансовые ресурсы под крупные инвестиционные проекты, говорится в сообщении «Мегафона». По мнению аналитиков, компания может рассчитывать на ставку купона в районе 8.5–9.5% годовых. Ожидается, что спрос на данные бумаги будет достаточно высоким в условиях дефицита размещений еврооблигаций российских заемщиков.

По заявлениям председателя правления банка «ГЛОБЭКС», кредитная организация планирует до конца 2009 года выйти на рынок еврооблигаций наряду с выпуском

Новые эмиссии еврооблигаций СНГ в сентябре 2009 года

№	Эмиссия	Дата размещения	Погашение	Объем, млн	Валюта	Купон	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
	Россия			825	USD			
1	Газпром, 2009, ECP	14.09.09	14.12.09	600	USD	zero	Baa1/BBB/BBB	UBS
2	Ренессанс Капитал, 2011 (LPN)	24.09.09	01.04.11	225	USD	12%	B1/B+/-	Credit Suisse, Renaissance Securities (Cyprus) Limited
	Казахстан			500	USD			
3	Евразийский банк развития, 2014	22.09.09	29.09.14	500	USD	7.375%	A3/BBB/BBB	Deutsche Bank, JP Morgan, RBS

рублевых бондов и привлечением синдицированного кредита. Заемные средства планируется направить на финансирование кредитного портфеля банка.

ПОГАШЕНИЕ И ДОСРОЧНЫЙ ВЫКУП

В сентябре 2009 года было погашено семь выпусков российских эмитентов общим объемом $2 млрд. Из них пять компаний представляют банковский сектор (банк «Русский Стандарт», «Еврокоммерц», УРСА Банк, Банк Москвы, РОСБАНК), а две — металлургическую отрасль (ТМК, ГМК «Норильский Никель»).

Среди выпусков эмитентов из других стран СНГ Министерство финансов Украины досрочно погасило еврооблигации на 768 млн швейцарских франков. Плановый срок погашения бумаг приходился лишь на 15 сентября 2018 года. Однако держатели облигаций решили воспользоваться пут-опционом, заложенным в параметры эмиссии, и предъявили еврооблигации к досрочному погашению в полном объеме.

В сентябре успешно погасил свой еврооблигационный заем на $250 млн и государственный Укрэксимбанк.

АО «Казкоммерцбанк» (Казахстан) выкупило часть еврооблигаций Kazkommerts International B.V. (Королевство Нидерландов) со сроком погашения в ноябре 2009 года и купонной ставкой 7%, выпущенных под полную гарантию банка. Объем выкупленных бумаг составил $76 млн. Таким образом, в результате выкупа в обращении остались евробонды на сумму $424 млн.

ОАО «Вымпелком» предложило держателям своих еврооблигаций «Вымпелком-2011» (LPN) объемом $300 млн и «Вымпелком-2013» (LPN) объемом $1 млрд выкупить досрочно часть бумаг по номиналу на общую сумму до $320 млн. «Вымпелком» имеет самый большой долговой портфель среди ведущих операторов сотовой связи, 73% которого занимают долларовые обязательства. Тем самым компания пытается снизить свои валютные риски.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ И ДЕФОЛТЫ

Национальной акционерной компании «Нафтогаз Украины» так и не удалось до конца сентября завершить процесс реструктуризации еврооблигацинного займа на $500 млн. В результате 30 сентября компания допустила технический дефолт в части погашения номинальной стоимости. При этом госхолдинг выплатил полугодовой купон в размере $20.3 млн, несмотря на сложное финансовое положение.

По итогам переговоров в сентябре «Нафтогаз Украины» все-таки добился согласия группы держателей евробондов обменять их на новые бумаги с государственной гарантией и погашением в сентябре 2014 года. По заявлениям исполняющего обязанности министра финансов Украины Игоря Уманского, против этого решения высказались только 2% держателей еврооблигаций «Нафтогаза». При этом ставка купона была увеличена с 8.125% до 9.5%. Держатели, согласившиеся на реструктуризацию до 8 октября, смогут обменять 100% долга. На втором этапе, с 9 по 15 октября, обмен будет осуществляться с коэффициентом 0.95. Кипрская компания Squipe Capital Limited была назначена финансовым консультантом по реструктуризации внешних долговых обязательств госхолдинга. Международному банку Credit Suisse отведена роль дилер-менеджера. Информационное сопровождение ведет британская HeadLand Consultancy. Еще несколько компаний задействованы в качестве юридических советников. Окончательно переговоры с кредиторами планируется завершить до 19 октября 2009 года, в дату проведения собрания держателей облигаций «Нафтогаза».

Почему же все-таки не удалось завершить реструктуризацию долга крупнейшей госкомпании Украины в срок? Напомним, еще 22 июля Кабинет министров поручил Минфину в течение срока до погашения еврооблига-

Погашенные еврооблигации СНГ в сентябре 2009 года

№	Эмиссия	Дата размещения	Погашение	Объем, млн	Валюта	Купон	Организаторы
	Россия			2 003	USD		
1	Банк Русский Стандарт, 2009 (LPN)	11.09.06	16.09.09	400	EUR	6.825%	Barclays Capital, Credit Suisse
2	Еврокоммерц, 2009 (ABS, Warehouse2)	16.09.08	16.09.09	3 325	RUR	FRN	Deutsche Bank, VTB Bank Europe
3	УРСА Банк, 2009, HUF (LPN3)	21.09.06	21.09.09	4 500	HUF	10.50%	Standard Bank London
4	Банк Москвы, 2009 (LPN)	28.09.04	28.09.09	250	USD	8.00%	ABN AMRO, Merrill Lynch
5	ТМК, 2009 (LPN)	22.09.06	29.09.09	300	USD	8.50%	Credit Suisse, Citigroup, Dresdner Kleinwort
6	ГМК Норильский Никель, 2009	30.09.04	30.09.09	500	USD	7.125%	Citigroup, Morgan Stanley
7	РОСБАНК, 2009 (LPN)	22.09.06	30.09.09	7 000	RUR	8.00%	Barclays Capital, Credit Suisse
	Украина			993	USD		
9	Украина, 2018, CHF	12.09.06	15.09.09	768	CHF	3.5%	Morgan Stanley
10	Укрэксимбанк, 2009 (LPN)	08.09.04	23.09.09	250	USD	7.75%	UBS, Dresdner Kleinwort

ций принять меры по реструктуризации задолженности. И не раз уполномоченные лица, ответственные за данный процесс, заявляли, что все будет сделано для того, чтобы не допустить дефолт по «Нафтогазу». В итоге дефолт все-таки состоялся: то ли из-за простой халатности, то ли просто потому, что это было кому-нибудь нужно. Так, по некоторым оценкам, объем кредитно-дефолтных свопов по еврабондам «Нафтогаза» составляет от $180 до $800 млн.

При этом почему-то не возникает сомнений в том, что после того как дефолт все же состоялся, никаких препятствий для планомерной реструктуризации еврабондов «Нафтогаза» к обозначенному сроку — 19 октября — у компании и инвесторов в ее бумаги больше возникнет.

НАК ведет переговоры о реструктуризации внешнего долга на общую сумму $1.6 млрд. Согласно данным агентства «Интерфакс-Украина», помимо еврооблигаций, речь идет о долгах перед Depha Bank на сумму $220 млн, Credit Suisse International на $550 млн и Deutsche Bank на $395.2 млн, срок погашения которых приходится на 2009–2012 годы. С учетом процентов общая сумма выплат по ним составляет около $1.78 млрд, в том числе в этом году — около $650 млн, в следующем — около $570 млн.

Продолжается реструктуризация долговых обязательств БТА Банка (Казахстан), который в сентябре предложил инвесторам четыре варианта урегулирования задолженности. Первый и основной заключается в выкупе долговых обязательств на сумму до $1 млрд по цене 17.75% от номинала. Другие пути реструктуризации предполагают обмен дефолтных бумаг на новые семилетние облигации с дисконтом 60%, обмен дефолтных бумаг на 15-летние субординированные облигации, зачисленные в капитал второго уровня, или обмен облигаций на акции с дисконтом в 80%. Однако ни один из предложенных вариантов не устроил инвесторов.

Почти через полгода после того, как «Сибирская сервисная компания» (ССК) отказалась выкупать свои облигации по условиям оферты, владельцы бумаг собрались принудить ее к этому. Инвесторы обратились в ССК, требуя от нее погашения обязательств на $100 млн. Несмотря на то что ССК нарушила условия досрочного выкупа облигаций, компания обещала платить полугодовой купон в размере 13.75%. Однако после получения требований держателей платить проценты по облигациям ССК не стала. Зато начала скупку своих же бумаг со значительным дисконтом, уверяют ее кредиторы.

Всего с начала года на рынке еврооблигаций стран СНГ было зафиксировано 13 дефолтов с суммарным объемом неисполненных обязательств $1.12 млрд.

Таким образом, в сентябре рынки еврооблигаций России и Украины продемонстрировали разнонаправленные тенденции. В России продолжилось улучшение основных макроэкономических условий, благоприятствующих новым эмиссиям. На Украине, наоборот, в результате возросших кредитных рисков доступ для корпоративных заемщиков на международные рынки капитала оказался практически закрыт.

Дефолты еврооблигаций стран СНГ в 2009 году

№ п.п	Выпуск	Объем эмиссии, млн.	Валюта	Вид обязательства	Объем неисполненного обязательства, млн.	Плановая дата исполнения обязательства
1	Сибирская сервисная компания, 2010 (CLN)	100	USD	оферта	100.00	28.03.2009
2	Еврокоммерц, 2009 (CLN)	5 000	RUR	купон	162.50	10.04.2009
3	Нутринвестхолдинг, 2009 (LPN)	50	USD	погашение	50.00	17.04.2009
4	Rapsod Trade (Группа Gallery), 2013	175	USD	купон	8.86	15.05.2009
5	Санвэй-Груп, 2009 (CLN)	50	USD	погашение, купон	52.53	25.05.2009
6	РБК ИС, 2009 (CLN)	100	USD	погашение	100.00	07.06.2009
7	Маретекс, 2011 (CLN)	150	USD	оферта, купон	157.50	19.06.2009
8	Финанс-Лизинг (ФЛК), 2011 (CLN)	100	USD	оферта, купон	104.63	20.06.2009
9	Финанс-Лизинг (ФЛК), 2013 (LPN)	150	USD	купон	7.50	30.06.2009
10	Ritzio International, 2010 (CLN)	280	USD	купон	14.00	27.07.2009
11	БТА Банк (TuranAlem Finance B.V.), 2015	350	USD	купон	14.88	10.08.2009
13	Сибирская сервисная компания, 2010 (CLN)	100	USD	купон	6.88	28.09.2009
14	Нафтогаз Украины, 2009 (LPN)	500	USD	погашение	500.00	30.09.2009
	ИТОГО		USD		1 121.91	