Весеннее ОБОСТРЕНИЕ

Константин Лысенко

НЕСМОТРЯ НА КОМФОРТНЫЕ УСЛОВИЯ ДЛЯ ЗАИМСТВОВАНИЙ, ЗА ДВА ЗИМНИХ МЕСЯЦА НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СНГ БЫЛО ЗАФИКСИРОВАНО ВСЕГО ШЕСТЬ СДЕЛОК НА $1.8 МЛРД. СОКРАТИЛСЯ ОБЪЕМ ВЫПУСКОВ И НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ В ЦЕЛОМ: В ДЕКАБРЕ-ЯНВАРЕ ЗАЕМЩИКИ РАЗМЕСТИЛИ БУМАГИ НА $29.4 МЛРД. ПРАВДА, МОЩНОГО ВСПЛЕСКА АКТИВНОСТИ МОЖНО ОЖИДАТЬ УЖЕ В БЛИЖАЙШИЕ МЕСЯЦЫ. О ПЛАНАХ ПО РАЗМЕЩЕНИЮ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ОБЪЯВИЛИ СРАЗУ НЕСКОЛЬКО КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ УЧАСТНИКОВ, НАЧИНАЯ ОТ МИНФИНА РФ И ЗАКАНЧИВАЯ ЭМИТЕНТАМИ С КРЕДИТНЫМ РЕЙТИНГОМ НЕИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ.

МИРОВАЯ КОНЪЮНКТУРА

Доходность десятилетних американских облигаций выросла в конце 2009 года почти до 4%, но в январе опять снизилась до 3.6% в связи с опасениями по поводу увеличивающихся объемов госдолга США. Долговые бумаги на других ключевых рынках тоже показали снижение доходности по всей кривой — на 20–30 б.п.

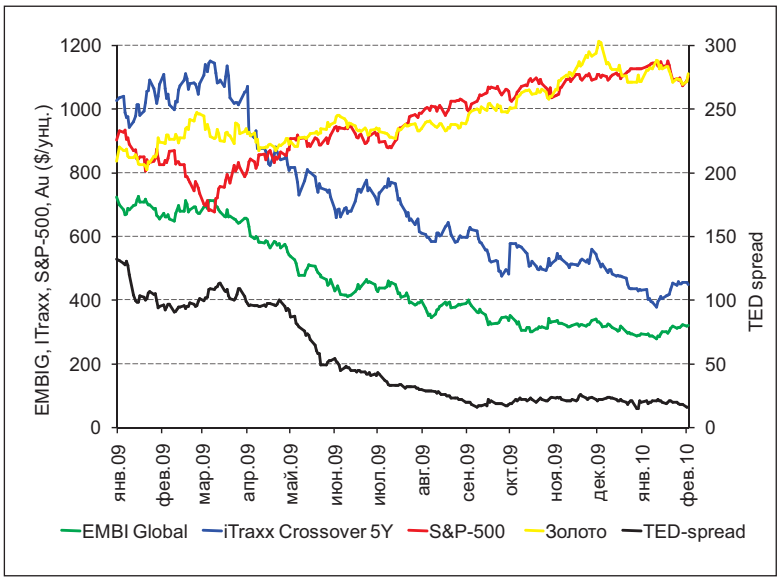
Подстегивали интерес инвесторов к гособлигациям и проблемы с финансами в Португалии и Греции, а также сложная ситуация в банковском секторе Великобритании и падение акций США. Общее снижение их котировок было связано с падением акций финансового сектора, вызванного опасениями относительно плана Барака Обамы по ужесточению регулирования деятельности банков. Инвесторы переключились на казначейские облигации и после того, как ведущий регулятор Китая сообщил о том, что в этом году банки сократят кредитование для того, чтобы предотвратить слишком быстрый рост экономики. Индикаторы склонности к риску зафиксировали предпочтение более надежных активов: индекс CDX.EM вырос на 15 пунктов. Спред индекса дефолтных свопов iTRAXX Crossover подрос еще больше — на 50 пунктов.

Как и ожидали аналитики, ФРС США приняла решение о сохранении целевого диапазона базовой процентной ставки от 0% до 0.25% годовых. Индикативные ставки LIBOR и EURIBOR держатся на прежних уровнях: 0.25% и 1% соответственно.

Два зимних месяца характеризовались позитивным настроем инвесторов в отношении долговых инструментов на развивающихся рынках. Спред по индексу EMBI+ сократился за этот период на 22 б.п. до отметки 308 б.п. По большинству стран Emerging Markets сокращение спредов составило от 20 до 40 б.п. По России он уменьшился на 42 б.п., достигнув отметки 209 б.п. Лидерами снижения стали страны, спред по которым на конец ноября 2009 года превышал отметку 1000 б.п., а именно Украина (с 1153 до 776 б.п.) и Венесуэла (с 1108 до 980 б.п.).

Ту же тенденцию демонстрировали котировки кредитно-дефолтных свопов. По России спред пятилетних CDS за два месяца сократился на 20 б.п. до 189 б.п., по Украине — на рекордные 507 б.п. до уровня 916 б.п.

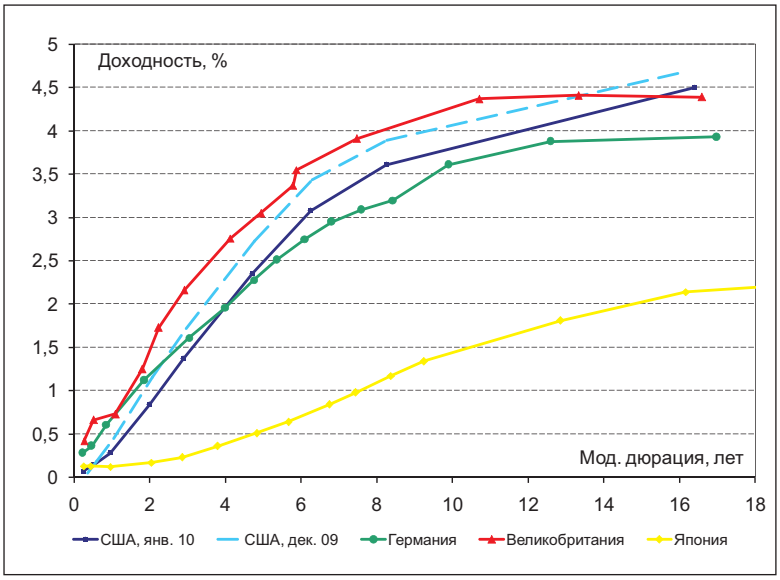
Рисунок 1. Ключевые мировые индикаторы



Международными рейтинговыми агентствами в отношении стран Emerging Markets было проведено 28 рейтинговых действий. Fitch и S&P повысили прогноз по России с негативного на стабильный и подтвердили долгосрочные рейтинги суверена на уровне BBB. Проведенные действия связаны со значительным сокращением бюджетного дефицита РФ, восстановлением инвестиций в частный сектор и повышением общей экономической активности.

Кроме России повышение прогноза коснулось еще пяти стран с развивающимися рынками. Кроме того, состоялось повышение рейтингов Турции (Ba2/Moody's; BB+/Fitch), Перу (Baa3/Moody's) и Индонезии (BB+/Fitch) и понижение в Мексике (BBB/S&P) и на Багамских островах (BBB+/S&P). 13 стран подтвердили свои рейтинги. Среди них Венгрия (BBB/ Fitch), Бразилия (BBB-/ S&P), Китай (A+/S&P; A+/Fitch), ЮАР (BBB+/S&P) и Чехия (A/S&P).

Рисунок 2. Кривые доходности США, Японии, Германии и Великобритании



РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН СНГ

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Активность на первичном российском рынке еврооблигаций по-прежнему достаточно низкая. Всего в декабре-январе состоялось шесть выпусков на $1.8 млрд. Причем половина из них представляла собой сделки, связанные с управлением структурой долговых обязательств компаний (Liability Management). За счет новых инвесторов было привлечено всего $1.5 млрд. В других странах СНГ не было проведено ни одной эмиссии еврооблигаций.

АК БАРС Банк в начале декабря успешно завершил сделку по размещению LPN на $280 млн с купонной ставкой 10.25% и сроком погашения в декабре 2012 года. В итоге было привлечено $205.859 млн «новых денег», а оставшиеся еврооблигации на $74.141 млн достались старым инвесторам, которые согласились на обмен части обращающихся бумаг «АК БАРС Банк-2010» (LPN). Организовывал сделку Credit Suisse.

НОМОС-БАНК через свою дочернюю структуру Nomos Capital Plc в декабре разместил трехлетние еврооблигации на $200 млн с купоном 9.25% для рефинансирования еврооблигаций, погашенных в начале февраля 2010 года. Размещение прошло успешно, объем спроса превысил сумму сделки более чем на 20%. Организаторами эмиссии стали Deutsche Bank и JP Morgan.

Повторное собрание держателей еврооблигаций «Нутринвестхолдинга», состоявшееся 21 декабря 2009 года, утвердило условия реструктуризации двух выпусков LPN на $50 млн каждый. В результате, в обмен на дефолтные бумаги через SPV Winterhaven Finance B.V. были выпущены еврооблигации на $111 млн с погашением в июне 2015 года.

Первой в новом году сделкой на рынках еврооблигаций стран СНГ стала эмиссия холдинга ТНК-ВР, который через дочернюю структуру TNK-BP Finance S.A. (Люксембург) разместил евробонды двумя траншами в объеме $500 млн каждый. Первый — сроком обращения пять лет со ставкой купона 6.25%, второй — десятилетний с купоном 7.25%. Доходность первичного размещения составила 6.45% и 7.5% соответственно. Книга заявок при размещении в девять раз превысила предложенный объем. Ценные бумаги размещались в рамках принятой программы выпуска гарантированных еврооблигаций объемом $8 млрд. За-

Рисунок 3. Динамика индексов еврооблигаций России, Украины и Казахстана

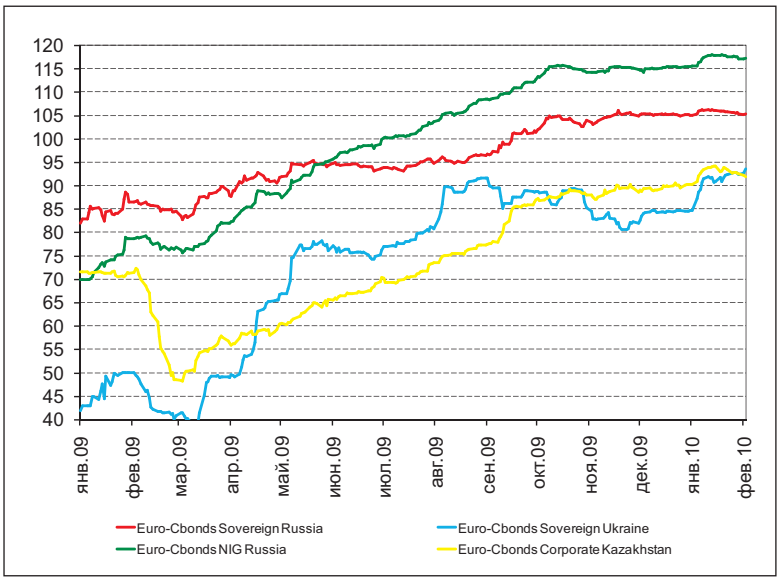


Таблица 1. Новые эмиссии еврооблигаций СНГ в декабре 2009 – январе 2010 гг.

№	Эмиссия	Дата размещения	Погашение	Объем, млн	В т.ч. новые деньги	Валюта	Купон	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
	Россия			1 816	1 514	USD			
1	АК БАРС БАНК, 2012 (LPN)	03.12.09	03.12.12	280	206	USD	10.25%	Ba3/-/BB	Credit Suisse
2	НОМОС-БАНК, 2012 (LPN)	09.12.09	17.12.12	200	200	USD	9.25%	Ba3/-/B+	Deutsche Bank, JP Morgan
3	Нутринвестхолдинг, 2015 (LPN)	21.12.09	30.06.15	111	0	USD	FRN	-/-/-	
4	ТНК-ВР, 2015 (LPN)	27.01.10	02.02.15	500	500	USD	6.25%	Baa2/BBB-/BBB-	Barclays Capital, Calyon, RBS
5	ТНК-ВР, 2020 (LPN)	27.01.10	02.02.20	500	500	USD	7.25%	Baa2/BBB-/BBB-	Barclays Capital, Calyon, RBS
6	Татфондбанк, 2012 (LPN)	27.01.10	08.02.12	225	108	USD	12.00%	B2/-/-	Credit Suisse

Источник: Cbonds

емные средства планируется использовать на общекорпоративные цели, в том числе для финансирования инвестиционных программ, направленных на увеличение добычи и запасов нефти и газа TNK-BP, а также для рефинансирования краткосрочного долга группы. Организаторами эмиссии выступили Barclays Capital, Calyon и RBS.

Положительным сигналом для всего инвестиционного сообщества стало размещение эмитента со спекулятивным уровнем риска: АИКБ «Татфондбанк» привлек на внешнем рынке $225 млн. Эта эмиссия стала очередной сделкой, связанной с управлением структурой корпоративного долга через обмен старых евробондов на новые бумаги. Из общего объема $117.132 млн приходится на обмен обращающихся еврооблигаций «Татфондбанк-2010» (LPN) на новые с коэффициентом 1.01. Таким образом, из $200 млн бумаг старого выпуска в обращении осталось только $84 млн. Остальные $107.868 представляют собой новый долг. Ставка купона по выпуску была установлена на уровне 12%. Срок обращения бумаг — два года. Организатором сделки выступил Credit Suisse, соорганизаторами — ОАО «Промсвязьбанк» и Raiffeisen Zentralbank Osterreich. По словам заместителя председателя правления Татфондбанка Дмитрия Кабанова, сделка является самой крупной в истории банка и как нельзя лучше демонстрирует доверие к финансовому институту со стороны как частных инвесторов, так и крупнейших международных инвестбанков.

ПЛАНИРУЕМЫЕ ЭМИССИИ

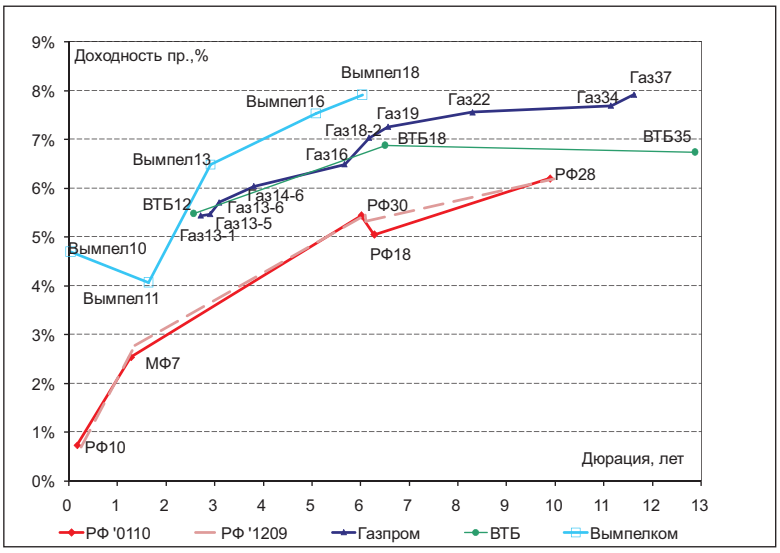
Центральной новостью начала 2010 года стала подготовка нового еврооблигационного займа Российской Федерации. По заявлениям заместителя министра финансов РФ Дмитрия Панкина, объем заимствований не превысит $17.8 млрд. При этом Минфин рассматривает возможность эмиссии долгосрочных бумаг сроком 30 лет. Кроме того, финансовое ведомство не исключает выпуск евробондов, номинированных в рублях.

Суверенный заемщик предполагает выйти на внешний рынок раньше госкорпораций, среди которых о планах долларовых заимствований уже объявили РЖД, «Транснефть», «АЛРОСА», ВТБ, Россельхозбанк и ВЭБ. Первый транш российских евробондов на сумму $3–5 млрд планируется выпустить в марте 2010 года. Организаторами эмисии выбраны Citigroup, Barclays Capital, Credit Suisse и ВТБ Капитал.

Внешэкономбанк определился с организаторами дебютного еврооблигационного займа. Ими стали четыре международных банка — Barclays Capital, Citi Bank, HSBC, Societe Generale. Соорганизаторами выпуска назначены ING Bank, «ВТБ Капитал» и «Тройка Диалог». В дальнейшем будет проведена работа над структурой займа: определены объем и стоимостные параметры. Средства от предстоящего выпуска будут использованы для финансирования текущей кредитно-инвестиционной деятельности банка.

ВТБ в 2010 году планирует привлечь на рынке еврооблигаций до $5 млрд, сообщил журналистам в конце января финансовый директор банка Герберт Моос на Всемирном экономическом форуме. По его словам, в ближайшие полтора месяца банк представит программу внешних заимствований на текущий год. Так,

Рисунок 4. Индикативные кривые доходности российских еврооблигаций



известно, что впервые в своей истории ВТБ планирует выйти на рынок облигаций «самурай».

Помимо эмитентов из суверенного и квазисуверенного сектора с инвестиционным рейтингом, о предстоящих размещениях объявили несколько компаний неинвестиционного уровня (ниже Baa3/BBB-/BBB-). Согласно данным Cbonds, индекс российских корпоративных заемщиков неинвестиционного уровня (Euro-Cbonds NIG Russia) за два зимних месяца вырос на 2 пункта (с 115 до 117) при снижении эффективной доходности с 8.36% до 7.76%.

«Трубная металлургическая компания» (B1/B/-) заявила о готовящемся размещении конвертируемых еврооблигаций на $350 млн. Эмитентом ценных бумаг выступит TMK BONDS S.A. Привлеченные средства планируется направить на рефинансирование краткосрочных долговых обязательств ТМК. Букраннерами по сделке выступят Morgan Stanley, UBS и «ВТБ Капитал».

Международный промышленный банк (B1/BB-/B) в начале февраля выпустит трехлетние еврооблигации. Ориентир купонной ставки установлен на уровне 11%. Организаторами эмиссии выступают «ВТБ Капитал» и Credit Suisse.

ОАО «Северсталь» через свою американскую дочку Severstal Columbus планирует в середине феврале разместить еврооблигации на $525 млн. Полученные средства будут направлены на замещение кредитов, привлеченных на стадии строительства завода Columbus в штате Миссисипи. Условия займов предусматривали различные ковенанты и ограничения, которые стали тяготить компанию после запуска производства.

Оценить обстановку на внешнем рынке заимствований, судя по всему, собирается МДМ-Банк (Ba1/BB-/BB-). Он планирует провести ряд встреч с иностранными инвесторами в Европе и Азии с целью презентации финансовых результатов объединенного банка.

Обнадеживающие планы российских компаний позволяют сегодня уже достаточно уверенно говорить о том, что рынок еврооблигаций восстанавливается широким фронтом: как в суверенном, так и в корпоративном секторе.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

На фоне низкой активности на первичном рынке еврооблигаций СНГ в декабре-январе состоялось несколько сделок по реструктуризации имеющегося долга. В России кроме «Нутринвестхолдинга» успешно завершил процесс реструктуризации своих евробондов БТА Банк (Россия). В начале декабря 2009 года он предложил держателям бумаг на $100 млн со ставкой купона 9.875% и датой погашения 21 декабря 2009 года пролонгировать выпуск еще на два года. В результате в начале января собрание держателей еврооблигаций полностью одобрило условия реструктуризации. Согласованный график выплат предусматривает погашение суммы основного долга в период до 21 декабря 2011 года равными долями раз в шесть месяцев, а также ежеквартальную выплату купона. Кроме того, 15 января 2010 года фининститут досрочно погасил 10% обращающихся бумаг. Агентом по реструктуризации выпуска выступил МДМ-Банк.

На Украине вслед за «Нафтогазом» успешные реструктуризации провели ПУМБ и банк «Финансы и кредит».

В конце декабря держатели еврооблигаций банка «Финансы и кредит» на $100 млн одобрили предложенные условия реструктуризации. Ценные бумаги, срок обращения которых истекал 25 января 2010 года, были пролонгированы еще на четыре года при увеличении купонной ставки с 10.375% до 10.5%. При этом 5% выпуска эмитент досрочно погасил 22 января 2010 года. В качестве советника по изменениям условий по евробондам банк нанял Morgan Stanley.

Первый украинский международный банк (ПУМБ) успешно завершил реструктуризацию своих долговых обязательств. На собрании держателей еврооблигаций было принято решение об изменения даты погашения с февраля 2010 года до конца декабря 2014 года. Ставка по выпуску была увеличена с 9.75% до 11%, а периодичность купонных платежей — с двух до четырех раз в год. Кроме того, банк согласился досрочно погасить часть выпуска на $21.3 млн. В результате в обращении остались бумаги на $253.7 млн. Агентами по реструктуризации выступили HSBC и ING.

Затянулась на неопределенный срок реструктуризация долгов украинского банка «Надра». Еще в ноябре он договорился с инвесторами об условиях реструктуризации своих еврооблигаций на $175 млн со ставкой купона 9.25% и погашением в 2010 году. Швейцарский UBS, занимавшийся реструктуризацией задолженности, подписал с правительством меморандум о выпуске в конце декабря новых ценных бумаг на более длительный срок для обмена на старые евробонды. Тем не менее, Кабмин Украины, ранее заявлявший о готовности рекапитализировать банк «Надра», выступил с инициативой по переводу активов и депозитов из «Надры» в Родовид Банк. Обмена не состоялось, в конце декабря банк допустил дефолт по выплате купонного дохода на $8.1 млн. Как считают эксперты, банк ждет процедура банкротства.

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ EMERGING MARKETS

На рынках еврооблигаций Emerging Markets в декабре-январе было размещено 45 выпусков еврооблигаций на $29.4 млрд. Основной объем пришелся на эмитентов из стран Европы (39%) и Латинской Америки (39%). Лидерами по объему выпусков стали Мексика ($5.67 млрд), Бразилия ($4.77 млрд) и Польша ($4.35 млрд).

В суверенном сегменте состоялось 10 эмиссий на общую сумму $14.6 млрд. Самой крупной сделкой стало размещение 15-летних еврооблигаций Респуб-

Таблица 2. Новые суверенные эмиссии еврооблигаций стран с развивающимися рынками в декабре 2009 – январе 2010 гг.

№	Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
1	Бразилия, 2019-2 (доп. эмиссия)	15.12.09	15.01.19	525	USD	5.875%	Baa3/BBB-/BBB-	Goldman Sachs, Morgan Stanley
2	Сенегал, 2014	15.12.09	22.12.14	200	USD	8.750%	-/B+/-	Citigroup, Standard Bank
3	Турция, 2040	05.01.10	30.05.40	2000	USD	6.750%	Ba3/BB-/BB+	HSBC, JP Morgan, UBS
4	Филиппины, 2020 (доп. эмиссия)	06.01.10	20.01.20	650	USD	6.500%	Ba3/BB-/BB	Barclays Capital, Deutsche Bank, HSBC
5	Филиппины, 2034 (доп. эмиссия)	06.01.10	23.10.34	850	USD	6.375%	Ba3/BB-/BB	Barclays Capital, Deutsche Bank, HSBC
6	Мексика, 2020-2	11.01.10	15.01.20	1000	USD	5.125%	Baa1/BBB/BBB	BofA Merrill Lynch, Citigroup
7	Польша, 2025	11.01.10	20.01.25	3000	EUR	5.250%	A2/A-/A-	HSBC, ING, Societe Generale, UniCredit
8	Индонезия, 2020	12.01.10	13.03.20	2000	USD	5.875%	Ba2/BB-/BB	Citigroup, Credit Suisse, Barclays Capital
9	Вьетнам, 2020	26.01.10	29.01.20	1000	USD	6.750%	Ba3/BB/BB-	Barclays Capital, Citigroup, Deutsche Bank
10	Венгрия, 2020-2	26.01.10	29.01.20	2000	USD	6.250%	Baa1/BBB-/BBB	Deutsche Bank, Citigroup
	ИТОГО			14 579	USD			

лики Польши в объеме 3 млрд евро. Сделка привлекла огромное внимание инвесторов. Книга заявок была закрыта уже через два часа после начала торгов на уровне 7.5 млрд евро с 360 счетами. Ставка купона по выпуску установлена на уровне 5.25% при доходности к мид-свопам в 148 б.п. Организаторами размещения выступили HSBC, ING, Societe Generale и UniCredit.

В январе на международный долговой рынок вышли Турция с 30-летним выпуском еврооблигаций с купоном 6.75%, Индонезия и Венгрия, разместившие десятилетние бумаги со ставкой купона 5.875% и 6.25% соответственно. Объем каждой эмиссии составил $2 млрд.

Еще в середине декабря 2009 года на международном рынке капитала дебютировал Сенегал с пятилетним еврооблигационным займом на $200 млн с купонной ставкой 8.75%. Привлеченные средства планируется направить на строительство дороги Dakar Diamniadio Toll Highway. Организаторами размещения стали Citigroup и Standard Bank.

В корпоративном секторе за два месяца (декабрь и январь) было размещено 35 выпусков на $14.8 млрд. Это меньше, чем в ноябре 2009 года. Снижение активности корпоративных заемщиков на развивающихся рынках обусловлено падением объема эмиссий азиатских эмитентов, которые в декабре не провели ни одной сделки, а в декабре разместили четыре выпуска на $1.85 млрд. Для сравнения, в ноябре корпорации Азии выпустили пять еврооблигационных займов на $4.6 млрд. Но, судя по всему, это временная передышка. Уже известно о намерениях ряда азиатских эмитентов (Chandra Asri, Union Bank of India, Star Energy, Hyundai Card и других) разместить еврооблигации в ближайшее время.

Среди суверенов готовится выйти на рынок с выпуском еврооблигаций Латвия, которой необходимы средства для преодоления последствий экономического кризиса. В декабре состоялись презентации предстоящего выпуска в Европе (Франкфурт, Лондон) и США. Организаторами эмиссии назначены Citigroup и Credit Suisse. Кроме того, латвийский Parex bank планирует выпустить еврооблигации, номинированные в евро, для выплаты долга государственной казне. Детали предстоящей сделки пока не уточняются.

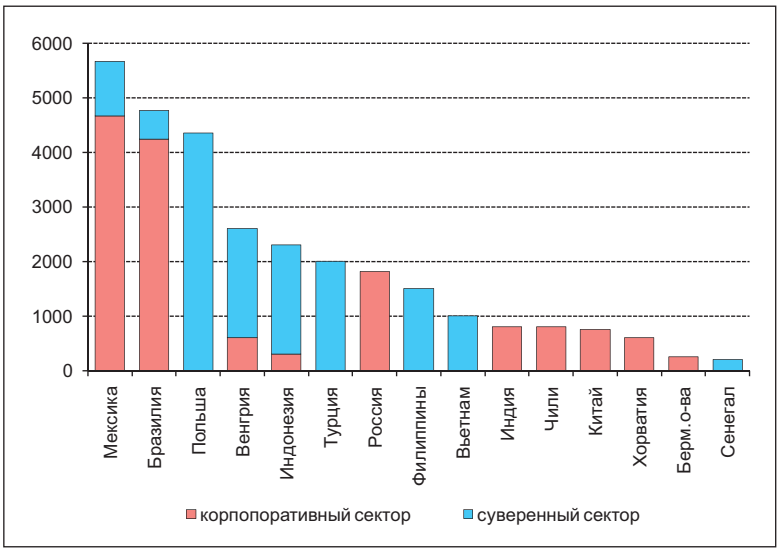



Рисунок 5. Объем первичных размещений еврооблигаций Emerging Markets в декабре 2009 – январе 2010 гг.