Георгий ВАСИЛЬЕВ,
вице-президент блока структурирования DCM, UFS Investment Company

Дмитрий НАЗАРОВ,
старший аналитик отдела анализа долговых рынков, UFS Investment Company

В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ РЫНКИ ПРЕДЛАГАЮТ РОССИЙСКИМ ЗАЕМЩИКАМ ШИРОКИЙ ВЫБОР ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, ВКЛЮЧАЯ ВЕКСЕЛЯ, РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ, СИНДИЦИРОВАННЫЕ КРЕДИТЫ, КРЕДИТНЫЕ НОТЫ, ЕВРООБЛИГАЦИИ, СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫЕ БУМАГИ. ЧРЕЗВЫЧАЙНО ВАЖЕН ВЫБОР ИНСТРУМЕНТА, СООТВЕТСТВУЮЩЕГО ФИНАНСОВОМУ СОСТОЯНИЮ ЭМИТЕНТА, ЕГО ПОТРЕБНОСТЯМ В КАПИТАЛЕ И ОЖИДАНИЯМ ИНВЕСТОРОВ. В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ МЫ МОЖЕМ СТАТЬ СВИДЕТЕЛЯМИ АКТИВНОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА CLN В РОССИИ. ЭТОТ ИНСТРУМЕНТ, С ОДНОЙ СТОРОНЫ, ПРЕДЛАГАЕТ ПОВЫШЕННУЮ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТОРАМ, С ДРУГОЙ, МОЖЕТ РАССМАТРИВАТЬСЯ МНОГИМИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ В КАЧЕСТВЕ ПЕРВОГО ШАГА НА ПУТИ К ВЫПУСКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ. ПОМИМО ПРИВЛЕЧЕНИЯ ВАЛЮТНЫХ РЕСУРСОВ, ЭМИТЕНТ ПОЛУЧАЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ СОЗДАТЬ КРЕДИТНУЮ ИСТОРИЮ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКАХ КАПИТАЛА И ПОВЫСИТЬ УЗНАВАЕМОСТЬ БРЕНДА СРЕДИ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ.

Вторая жизнь CLN

CLN В ТЕОРИИ

Существуют некоторые разночтения между экономическим и юридическим толкованием понятия CLN. В российской практике под CLN подразумевается более простая форма LPN (то есть без листинга, требований по рейтингам и прочих). В то же время, с юридической точки зрения CLN, в отличие от LPN, является более сложным финансовым инструментом. Основное отличие этих двух инструментов — это присутствие кредитного деривативa (Credit Default Swap, CDS) в CLN. Однако далее в статье мы не будем делать акцент на юридическом аспекте различий между CLN и LPN.

Кредитные ноты являются инструментом внебиржевого рынка. Торговля кредитными нотами осуществляется через международную клиринговую систему Euroclear или Clearstream, что минимизирует операционные риски для инвесторов. Выпуск кредитных нот в большинстве случаев проходит в соответствии с английским правом.

В структуре сделки присутствуют пять основных участников: заемщик, технический кредитор, организатор, андеррайтер, депозитарий.

Заемщик — организация, желающая привлечь средства посредством выпуска CLN. Заемщик привлекает кредит, на который впоследствии размещаются ноты. В качестве кредитора выступает компания специального назначения (SPV), являющаяся техническим кредитором и эмитентом нот. Кредитор не несет кредитного риска на заемщика, поскольку в итоге риск транслируется вместе с правами по кредиту на инвесторов. Андеррайтер обеспечивает размещение нот среди инвесторов, получая комиссионное вознаграждение. Организатор координирует действия всех участников сделки, а также организует процесс подготовки выпуска. Депозитарий обеспечивает проведение расчетов по CLN.

Следует отметить, что в зависимости от инфраструктурных и юридических возможностей допускается совмещение участниками различных ролей.

При выборе юрисдикции SPV необходимо учитывать межстрановые соглашения о двойном налогообложении. Так, например, часто используемые нидерландские SPV, несмотря на большое количество положительных особенностей, имеют недостаток в части двойного налогообложения с РФ. В частности, в соответствии со ст. 11 Соглашения между Россией и Нидерландами об избежание двойного налогообложения уплачиваемые проценты по займу не облагаются налогом, в случае если получатель процентов является фактическим владельцем получаемого дохода («бенефициарным собственником»). Нидерландская SPV по своему экономическому содержанию и международным

правилам не является конечным получателем процентов, поскольку все суммы немедленно распределяются между инвесторами. Таким образом, у заемщика может возникнуть риск налоговых удержаний у источника.

Существуют варианты устранения этого риска. В частности, создание второй люксембургской SPV (соглашение между РФ и Люксембургом более однозначное) позволит избежать потенциальной возможности применения российского налога у источника к процентным платежам по займу голландской компании. Люксембургской SPV придется «приобретать» такие займы у голландской компании. В подобных сделках договоры займа будут заключаться между голландской компанией и заемщиком, причем в тот же день голландская компания будет уступать их люксембургской компании, после чего последняя будет выпускать CLN и использовать полученную выручку для финансирования заемщика. При этом стоит отметить, что у люксембургской SPV есть свои минусы: в частности, она не может выдавать займы на общекорпоративные цели. В итоге в этой схеме появляется возможность использовать преимущества обеих SPV, в том числе при организации займа эмитентам из других стран.

РЫНОК CLN: ПРОШЛОЕ И НАСТОЯЩЕЕ

Активное развитие рынка CLN в России относится к началу 2000 года. Именно к этому времени финансовые рынки восстановились после дефолта 1998 года и началась новая эра инвестбанкинга в России. С 2003 года российскими компаниями было размещено 114 выпусков CLN на общую сумму около $10 млрд в эквиваленте. В подавляющем большинстве случаев выпуски CLN были номинированы в долларах (81% от общей суммы выпущенных CLN). В рублях было выпущено 25 эмиссий на сумму 2 млрд в долларовом эквиваленте.

Интересно, что за последние десять лет LPN получили более широкую популярность у эмитентов, чем CLN, даже несмотря на строгие условия раскрытия информации и необходимость листинга LPN. Полагаем, что это связано с несколькими причинами. Во-первых, для большинства инвесторов облигации российских эмитентов оставались высокорисковыми активами. Для того чтобы успешно и дешево занимать на публичных рынках, российскому эмитенту требовалось раскрывать большой объем информации. В итоге проще было выполнить все условия листинга и выпустить LPN. Во-вторых, на публичные рынки выходили в основном крупные российские холдинги, нуждающиеся в привлечении значительных объемов финансовых ресурсов. По этой причине выпуск LPN являлся предпочтительным. А высокий уровень раскрытия информации требовался в том числе и для проведения IPO.

В настоящий момент на рынке обращается 25 выпусков CLN на общую сумму около $2 150 млн в эквиваленте. Среди них 16 долларовых выпусков на сумму $1 445 млн, восемь рублевых выпусков на сумму 19 425 млн руб. и один выпуск в норвежских кронах на сумму, эквивалентную $56 млн.

В 2010 году было эмитировано всего два выпуска CLN: «Бизнес-Альянс-2013» на сумму $147 млн и «Интурист-2013» на сумму $56 млн. Для сравнения, за этот же период был размещен 31 выпуск LPN на общую сумму $21 100 млн. Следовательно, пока мы наблюдаем отставание сектора CLN от остального рынка еврооблигаций.

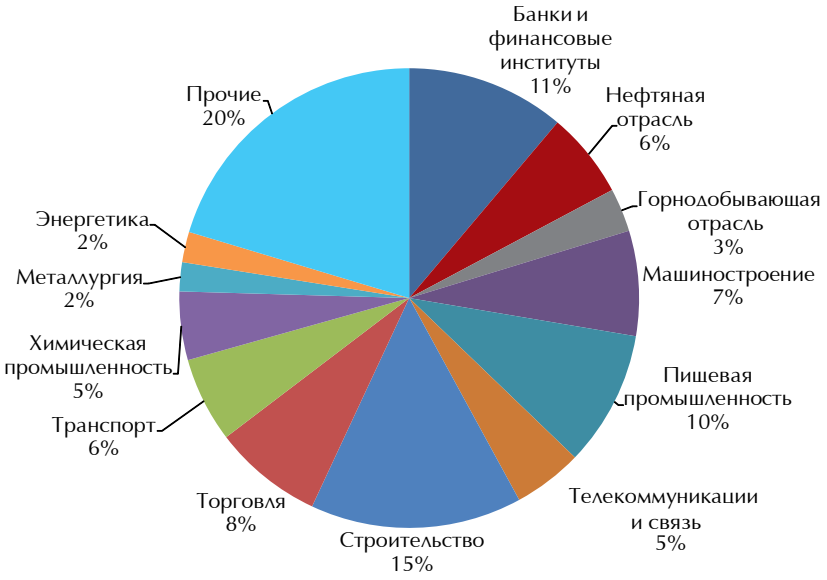

Рисунок 1
Отраслевая структура рынка CLN

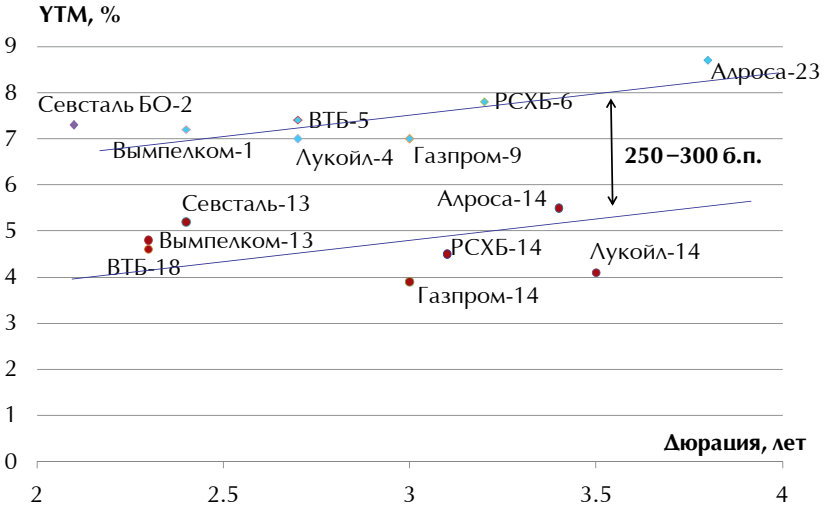

Рисунок 2
Спред между рублевыми и валютными облигациями

Для инвесторов валютные займы российских компаний выглядят более привлекательно по сравнению с внутренними рублевыми облигациями. С точки зрения арбитражного ценообразования, для одного и того же эмитента стоимость валютного займа плюс стоимость валютного хеджа должна примерно соответствовать доходности его рублевой облигации. В настоящий момент это равенство не соблюдается. Так, в среднем спред между рублевыми и валютными займами российских компаний составляет 250–300 б.п., при этом стоимость валютного хеджа на три и более года превышает 400 б.п. Тем самым, у инвесторов есть возможность получать арбитражную прибыль.

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

В последний год мы наблюдаем настоящий бум на первичном рынке евробондов российских эмитентов. Связано это, в первую очередь, с рекордно низкими процентными ставками и высоким объемом ликвидности на глобальных рынках капитала. В то же время, сдерживающими факторами являются слабость мировой экономики и волатильность финансовых рынков. Основными заемщиками преимущественно выступают квазисуверенные компании, хотя в последнее время наблюдается появление на рынке эмитентов второго и даже третьего эшелона. Но среди них на успех могут рассчитывать далеко не все. В кризис изменилось отношение инвесторов к риску. Даже несмотря на то, что ликвидности в мировой финансовой системе более чем достаточно, критерии к заемщикам стали жестче. Если до кризиса, в особенности в 2006 году, можно было выйти на внешний рынок, не имея отчетности, подготовленной в соответствии с международными стандартами, без кредитного рейтинга, то сейчас это обязательные условия валютных заимствований. При этом рейтинг должен быть не ниже категории BB. Кроме того, инвесторы обращают повышенное внимание на прозрачность компании, наличие у нее проработанной консервативной финансовой стратегии.

Одним из серьезных аргументов против валютных займов для многих компаний является ужесточение налогового режима. Правительство РФ в целях ограничения внешних заимствований резидентами ввело в Налоговый кодекс поправку, согласно которой на себестоимость можно относить только 80% от ставки рефинансирования ЦБ РФ, что для подавляющего большинства заемщиков приводит к дополнительному росту стоимости валютных заимствований. Не говоря о том, что сам по себе выпуск евробондов связан с более высокими затратами на организацию размещения.

В итоге, валютный заем для российских компаний может стоить дороже, чем внутренний рублевый. Но в этом случае всеми преимуществами выхода на внешний долговой рынок можно воспользоваться, разместив рублевые еврооблигации (в отношении которых налоговая поправка не действует, поскольку она была принята с целью ограничить заимствования эмитентов в валюте), их стоимость может быть ниже, чем внутренних рублевых облигаций.

ВЫПУСК «ЛЕНСПЕЦСМУ» — ДЕБЮТ В ОТРАСЛИ

Одним из наиболее значимых для сегмента CLN в 2010 году можно считать выпуск «ЛенСпецСМУ», который стал первопроходцем на рынке еврооблигаций после кризиса не только для компаний строительной отрасли, но и для заемщиков из третьего эшелона в целом.

Проанализировав размещение LPN ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» (CLN в российском понимании), можно проследить основные причины, по которым компании зачастую решают занять деньги с помощью этого инструмента.

- У «ЛенСпецСМУ» в обращении находятся два рублевых займа общим объемом 4 млрд руб. Дальнейшие заимствования в рублях приведут к заполнению лимитов у российских инвесторов. В связи с тем что компания стремится к гибкой финансовой политике, она не намерена до конца задействовать лимиты у российских инвесторов, поэтому выходит на внешний рынок.
- Потребность привлечения длинных денег. Операционный цикл у «ЛенСпецСМУ» составляет более трех лет, поэтому компании необходимы заемные средства сопоставимой или большей срочности. Помимо этого, можно воспользоваться удобным случаем, чтобы скорректировать временную структуру заемных средств. Рынок еврооблигаций позволил существенно расширить сроки заимствований.
- Рефинансирование банковских кредитов для увеличения свободных линий и изменения структуры пассивов.
- Отсутствие необходимости хеджировать валютный риск. Цены на жилье привязаны к курсу доллара, тем самым валютный риск ограничен. В отсутствие хеджа стоимость валютных займов заметно ниже, чем рублевых.
- Работа по созданию положительной кредитной истории среди иностранных инвесторов. «ЛенСпецСМУ» в дальнейшем намерено продолжать привлечение средств на внешних рынках. Накопление положительной кредитной истории позволит занимать по более низким ставкам. Кроме того, ведется работа по выходу на IPO, соответственно, более высокая цена LPN — это инвестиции в успешность будущих проектов компании по привлечению капитала за рубежом.

В результате, «ЛенСпецСМУ» — компания-девелопер — открыла рынок еврооблигаций для российских компаний отрасли. Удовлетворяя всем необходимым требованиям, «ЛенСпецСМУ» успешно разместило пятилетние LPN (дюрация 2.9 года), при этом в процессе премаркетинга ставка была снижена с 10.50% до 9.75% годовых, а объем увеличен со $100 млн до $150 млн. В структуре сделки как раз была использована схема с двумя SPV, что позволило осуществить заимствования на общекорпоративные цели и устранить налоговые риски.

Среди приобретателей еврооблигаций — инвестиционные фонды (24%), управляющие активами (23%), международные инвестиционные банки (25%), банки, занимающиеся вкладами состоятельных клиентов (28%).

36.45% выпуска размещено среди швейцарских инвесторов, 16.67% — среди латвийских, 15.10% — среди российских, 9.95% — среди инвесторов из Великобритании, 9.32% — среди немецких инвесторов, 6.6% — среди французских, 4.24% — среди белорусских, 0.67% — среди инвесторов с Кипра, 1% — среди оффшорных североамериканских инвесторов.

Сейчас доходность LPN составляет 9.6% годовых (при размещении — 9.75%), объем торгов на конец ноября составил порядка $25 млн, что говорит о достаточно высокой ликвидности бумаги.

По нашему мнению, в ближайшие месяцы будет наблюдаться оживление на рынке CLN российских эмитентов. Эти инструменты могут представлять выгоду как для инвестора, предлагая повышенную доходность, так и для эмитента, давая ему возможность привлечь финансовые ресурсы под меньшие ставки, чем с помощью традиционных кредитов.