Выпуск субординированных еврооблигаций: взгляд эмитента

Антон МИТЕНЕВ,
начальник отдела структурного финансирования,
инвестиционный департамент, Промсвязьбанк

Работает в Промсвязьбанке с 2007 года, занимается структурированием и сопровождением сделок на международных рынках капитала. Участвовал в организации шести выпусков еврооблигаций банка, включая субординированные выпуски и выпуск формата RegS/144A на общую сумму более $1.2 млрд. В настоящее время руководит отделом структурного финансирования инвестиционного департамента Промсвязьбанка, организующего размещение кредитных нот и еврооблигаций для клиентов банка. Свою карьеру начинал в Абсолют банке, где в 2006 году занимался подготовкой трансграничной секьюритизации портфеля автокредитов.

В 2008 году с отличием окончил бакалавриат и магистратуру экономического факультета Российского университета дружбы народов по специальности «Финансовая экономика».

В условиях недокапитализации банковской системы России и ограниченных возможностей по наращиванию капитала с помощью традиционных источников (прибыли и размещения дополнительной эмиссии акций) полезным инструментом увеличения капитала банка становится выпуск субординированных обязательств, в том числе и в форме еврооблигаций. Рынок еврокапиталов предоставляет неплохие возможности выпуска долгосрочных долговых инструментов банкам, имеющим историю международных публичных заимствований и кредитное качество, подтвержденное международными рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Moody's или Standard & Poor's. Рынок еврокапиталов отличается большей ликвидностью и спросом на долгосрочные субординированные инструменты эмитентов высокого кредитного качества. На 1 сентября 2011 года, по данным Cbonds, на еврорынке обращалось 26 субординированных еврооблигаций, выпущенных 16 российскими банками-эмитентами на сумму более $5 млрд. Среди эмитентов — Россельхозбанк, Промсвязьбанк, НОМОС-БАНК, Банк Москвы, Альфа-Банк, НБ «ТРАСТ» и другие.

Выпуск еврооблигаций — сложный процесс, требующий относительно высоких финансовых и временных затрат от заемщика. Однако, как правило, такие затраты компенсируются привлекательной процентной ставкой по субординированному займу, укреплением позиций банка на рынках капитала и расширением базы инвесторов для будущих заимствований на международном рынке. Выпуск субординированных еврооблигаций отличается от обычных евробондов тем, что в его основе лежит субординированный кредит, предоставленный выпускающим SPV банку. Как и в обычных евробондах (loan participation notes), платежи по бумагам привязаны к выплатам банка по субординированному кредиту, и в случае дефолта банка по нему инвесторы и трасти будут предъявлять требования непосредственно банку. Субординированность такого заимствования предполагает, что в случае дефолта банка инвесторы получат возмещение только при удовлетворении кредиторов по старшим заимствованиям.

Рисунок 1

Структура выпуска субординированных еврооблигаций

ТРЕБОВАНИЯ К СУБОРДИНИРОВАННОМУ КРЕДИТУ

Для того чтобы банк смог включить поступления, полученные от размещения субординированных евробондов, в дополнительный капитал, обязательство банка перед эмитентом должно удовлетворять следующим условиям[1]:

- Кредит должен быть необеспеченным.
- Минимальный срок предоставления составляет пять лет.
- Субординация по отношению к иным обязательствам, предполагающая в случае банкротства банка удовлетворение требований кредитора по субординированному кредиту после удовлетворения требований всех иных кредиторов.
- Невозможность досрочного погашения кредита и внесения изменений в условия кредитного соглашения без согласования с ЦБ РФ.
- Возможность досрочного погашения долга только в случае внесения в правовые акты РФ изменений, существенно ухудшающих условия договора, после получения согласования ЦБ.
- Условия кредита (включая процентную ставку) не отличаются от рыночных.
- Дополнительный капитал должен составлять не более 50% от основного капитала банка.

Такой кредит может включаться в дополнительный капитал банка только после получения согласия ЦБ, именно поэтому на подготовку сделки по выпуску субординированных евробондов требуется несколько больше времени, нежели для выпуска несубординированных еврооблигаций. Сначала заемщик предоставляет проект договора о выделении субординированного кредита в территориальное управление Центрального банка. В течение 30 дней Центральный банк подтверждает соответствие условий предстоящего субординированного займа положениям 215-П. Включение денежных средств в дополнительный капитал возможно только при получении подтверждения от ЦБ после фактического получения денежных средств по кредиту. В том случае если ЦБ не дает такого подтверждения, заемщик вправе досрочно погасить субординированный кредит.

Отдельно отмечу, что размер субординированных заимствований банка не может превышать 50% основного капитала, что необходимо учитывать при определении размера выпуска субординированных еврооблигаций. Иными словами, структура капитала банка должна позволять заемщику включить субординированный заем в полном объеме, иначе снижается экономическая эффективность такой сделки. Кроме того, когда до срока погашения остается пять лет, субординированный кредит начинает амортизироваться, и в дополнительном капитале учитывается все меньшая сумма кредита (за пять лет до погашения — 100%, за четыре — 80% , за три — 60% и т.д.). Поэтому привлекательным инструментом для банка

[1] Согласно Положению ЦБ №215-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций».

могут стать еврооблигации, выпущенные по структуре 10Noncall5 — десятилетние бумаги, включающие колл-опцион по истечении пяти лет. Это позволит заемщику учитывать 100% полученного кредита в дополнительном капитале на протяжении пяти лет и досрочно погасить задолженность по истечении этого срока, сократив тем самым процентные расходы по привлечению дополнительного капитала, который начнет амортизироваться.

REGS ИЛИ REGS/144A

В том случае если предполагается размещение среди американских квалифицированных инвесторов в соответствии с требованиями Rule 144A, необходимо помнить о правиле 135 дней, обязывающем эмитента разместить выпуск не позднее чем в течение 135 дней с даты окончания отчетного периода, по которому вышла аудированная отчетность. К примеру, при наличии аудированной отчетности по МСФО за предшествующий год эмитент должен успеть подготовить проспект, провести road show и разместить бумаги по правилу до 15 мая текущего года, что является довольно сложной задачей для большинства российских банков. Аудированная годовая отчетность большинства фининститутов выходит с задержкой в 3–3.5 месяца, и у эмитента остается совсем немного времени для подготовки проспекта такой эмиссии. Требования RegS в этом отношении существенно мягче и позволяют выходить с цифрами прошлого года даже во второй половине текущего, однако и инвесторская база при этом ограничена покупателями из Европы и Азии.

ПОДГОТОВКА ЭМИССИИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И БЮДЖЕТ ВЫПУСКА

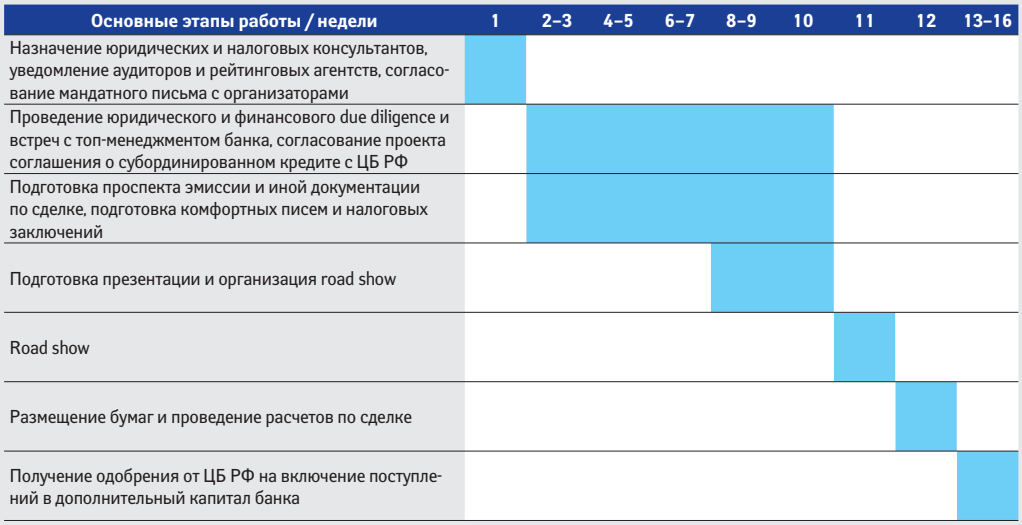
Несмотря на то что структурировать сделку помогают юридические консультанты и инвестиционные банки, довольно большой объем работы выполняет сам банк-заемщик. Приблизительный график и сроки реализации сделки указаны на Рисунке 2. Подробно остановимся лишь на ключевых этапах.

Как правило, заемщик проводит тендер среди крупнейших глобальных инвестиционных банков и, в зависимости от предполагаемого объема размещения, выбирает двух-трех организаторов для предстоящего выпуска субординированных еврооблигаций. Свой выбор стоит основывать не только на предлагаемой величине купона (которая, к слову сказать, зависит от текущей конъюнктуры рынка и может поменяться на дату объявления сделки), размере взимаемой комиссии и месте банка в многочисленных league tables, но и опыте сейлз-команды, размещавшей выпуски из этого региона, наличии трейдеров, которые будут поддерживать торги на вторичном рынке, истории взаимоотношений с банком в рамках других международных проектов, загруженности DCM-команды и их pipeline на ближайшие три-четыре меся-

Таблица 1. Основные отличия выпусков RegS и RegS/144A

	Regulation S/Rule 144A	Только Regulation S
Рейтинги	Два рейтинга от международных рейтинговых агентств	Возможен один рейтинг от международного рейтингового агентства
Время подготовки выпуска	10–12 недель	8–10 недель
Размер выпуска	$0.3–5 млрд, оптимальный размер — не менее $500 млн	$0.1–1.5 млрд, оптимальный размер — не менее $150 млн
Срок обращения	2–10 лет	1–10 лет
Основные инвесторы	Институциональные инвесторы из США (Qibs); банки, инвестиционные компании, управляющие активами и хедж-фонды, страховые и пенсионные фонды, частные инвесторы из Европы и Азии	Банки, инвестиционные компании, управляющие активами и хедж-фонды, страховые и пенсионные фонды, частные инвесторы из Европы и Азии
Количество инвесторов	120–150	50–100
Ликвидность бумаги	Активная торговля на вторичном рынке Европы, Азии и США (среди Qibs)	Возможна активная торговля в Европе и Азии в случае существенного размера выпуска
Требования к раскрытию информации и legal opinion	Повышенные требования согласно SEC Rule 10b-5	Раскрытие по SEC Rule 10b-5 не требуется
Формат комфортных писем	SAS 72 и ICMA	Только ICMA
Отчетность по МСФО	Обязательно (действует правило 135 дней)	Обязательно (правило 135 дней неприменимо)

Рисунок 2. **Примерный график реализации сделки по выпуску субординированных еврооблигаций**



ца, а также (по возможности) на личном опыте работы с представителями DCM-команды. В конечном итоге, над проектом работают конкретные люди, и его успех зависит в том числе и от того, насколько они «сработаются».

Один инвестбанк берет на себя контроль за подготовкой эмиссионной документации, а другой отвечает за маркетинговые материалы и организует встречи с инвесторами на road show. Книга заявок от инвесторов составляется совместно, но техническое наполнение и проведение расчетов с инвесторами передается одному из банков. Со стороны банка-заемщика над проспектом работают юридические консультанты, прочая эмиссионная документация готовится внешними консультантами банков-организаторов. Юридические консультанты выпускают также legal opinion по английскому праву, российскому праву (в отношении заемщика) и по праву юрисдикции, в которой зарегистрирован эмитент. Отдельно юристы готовят legal opinion о соответствии договора о предоставлении субординированного кредита английскому праву, который заемщик направляет в ЦБ вместе с подписанным кредитным соглашением для получения одобрения на включение денежных средств в дополнительный капитал.

Банк-заемщик не сможет обойтись без налоговых консультантов, выпускающих налоговое заключение (tax opinion), аудиторов для проверки проспекта (т.н. tick and tie) и выпуска трех комфортных писем: на дату регистрации проспекта (получение stamp-off от биржи или надзорного органа), дату подписания документов и дату проведения расчетов. Выпуск евробондов невозможен без трасти и платежного агента, которые также нанимают своих юридических консультантов для согласования эмиссионной документации. В конечном итоге все расходы, возникшие у SPV и иных участников сделки, компенсирует банк-заемщик. Отмечу, что комиссия за организацию, оплата услуг и возмещение расходов остальных участников сделки компенсируется банком-заемщиком накануне размещения ценных бумаг, еще до поступления денежных средств по кредитному договору.

В Таблице 2 приводится приблизительная оценка комиссий и затрат по выпуску субординированных еврооблигаций. Оценка базируется на представлениях автора о комиссиях и вознаграждениях, выплаченных по еврооблигационным займам банками-заемщиками за последние три года, и может сильно разниться в зависимости от заемщика.

Вся процедура подготовки и размещения выпуска занимает около трех месяцев. Этот срок во многом зависит от того,

Таблица 2

Затраты на организацию выпуска субординированных еврооблигаций

* Без учета НДС и возмещения накладных расходов

Статьи затрат	Размер затрат*
Комиссия за организацию выпуска	0.4–1.2% от объема выпуска
Юридический консультант организаторов выпуска	$175 000–200 000
Юридический консультант заемщика и эмитента	$200 000–250 000
Трасти и платежный агент **Юридический консультант трасти**	$8 000–10 000 $10 000–15 000
Аудитор **Налоговый консультант**	$100 000–125 000 $40 000–60 000
Листинг и агент по листингу	$10 000–15 000
Печать материалов (при необходимости)	$20 000 – $35 000
Проведение road show (Европа и Азия)	$75 000 – $100 000

насколько оперативно эмитент может собрать и предоставить информацию о своем бизнесе для проспекта эмиссии, а также пройти юридическую и финансовую проверку дью-дилидженс, организованную консультантами банков.

Для банка-заемщика можно выделить три основных направления работы, которые отнимают больше всего внутренних ресурсов:

1. Сбор документов и подготовка информации для комнаты данных, создаваемой для проведения юридического дью-дилидженс, подготовка и проведение одно- или двухдневной встречи инвестбанкиров и их консультантов с менеджментом банка-заемщика. Такую встречу целесообразно проводить после выхода первого драфта проспекта, в который включены цифры последней аудированной отчетности заемщика.

2. Предоставление информации по бизнесу банка и подготовка проспекта эмиссии еврооблигаций. Обычно драфтинг проспекта включает четыре-пять сессий обмена комментариями между юристами, банками и аудиторами.

3. Участие в подготовке презентации для road show, подготовка корпоративных одобрений сделки и согласование документации по сделке, включая согласование договора о предоставление субординированного кредита с ЦБ РФ.

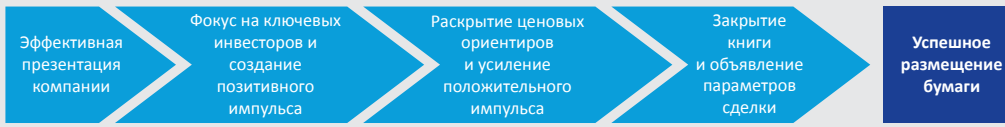
ROAD SHOW И РАЗМЕЩЕНИЕ ЕВРОБОНДОВ

Ключевым мероприятием маркетинга еврооблигаций является road show, проходящее с участием представителей топ-менеджмента банка: CEO, CFO, главы казначейства, главы IR-службы. Road show проводится в финансовых центрах Европы: Лондон, Франкфурт, Цюрих, Женева, а также городах Юго-Восточной Азии (Гонконг и Сингапур). В случае подготовки сделки по Rule 144A в road show включаются американские города — Бостон и Нью-Йорк. Иногда целесообразно проводить road show двумя командами, одна из которых покрывает Европу (которая, как правило, формирует ядро книги заявок), а другая отправляется в Азию. В таком случае можно уложиться за три-четыре дня. Концептуально маркетинг бумаг представлен на (Рисунок 3).

Перед тем как объявить о планируемой сделке и отправиться в road show, банк-заемщик должен удостовериться в следующем:

- Аудиторами сделан circle-up проспекта, выпущено первое комфортное письмо, подтверждающее корректность финансо-

Рисунок 3. **Маркетинг выпуска субординированных еврооблигаций**



вой информации в проспекте и раскрывающее некоторые последние значения отдельных статей активов и пассивов (на оговоренную дату отсечения). Проспект эмиссии на момент объявления сделки должен быть заверен надзорным органом биржи. В случае листинга на Лондонской фондовой бирже таким органом является UKLA — United Kingdom Listing Authority.

• Юридическим консультантам должны быть предоставлены выписки из протоколов заседаний органов корпоративного управления об одобрении сделки в соответствии с уставными документами банка-заемщика.

• Желательно иметь пресс-релизы или письма рейтинговых агентств, подтверждающие намерение присвоить евробондам определенный рейтинг.

• Согласованную с внешними юридическими консультантами инвесторскую презентацию, описывающую ключевые аспекты бизнеса банка-заемщика в разрезе корпоративного, розничного и инвестиционно-банковского бизнеса и его рыночные позиции, динамику финансовых показателей деятельности и кредитное качество активов, стратегию развития банка и основные параметры предлагаемых еврооблигаций. Информация в презентации должна полностью соответствовать информации, раскрываемой в проспекте эмиссии.

После объявления о сделке команда заемщика и представители банков-организаторов отправляются в road show по сделке. После открытия книги банки-организаторы начинают заносить в нее заявки инвесторов. Для стимулирования спроса инвесторам, выставившим заявку, существенно превышающую средний уровень, можно присвоить титул comanager, согласовав это с банками-организаторами. Обычно такой титул дается при заявке от $20 млн и выше. Заемщик сам определяет аллокацию выпуска. Тут важно соблюсти баланс: сохранить максимальную диверсификацию инвесторской базы и в то же время сильно не порезать крупные заявки важнейших инвесторов. Для того чтобы выпуск был ликвидным, желательно, чтобы по нему была переподписка. К примеру, если книга заявок составляет $250 млн, чтобы ликвидность обращения еврооблигации на вторичном рынке была на достойном уровне, бонд выпускается меньшим номиналом, к примеру $175 млн. Неудовлетворенный спрос обеспечит трейдинг на вторичном рынке сразу после размещения бумаг.

После проведения road show и закрытия книги заявок банки-организаторы проводят pricing call, на котором определяется финальный размер выпуска, купон, первая выплата купона и дата погашения и подтверждается листинг на бирже.

Банку-заемщику остается только подписать документы и осуществить расчеты по сделке. Обычно подписание проходит на следующий рабочий день после прайсинга сделки, а расчеты и получение денежных средств эмитентом — на третий день после даты подписания. На дату подписания аудиторы выпускают очередное комфортное письмо, эмитент предоставляет на биржу финальные условия выпуска субординированных еврооблигаций, а банк-заемщик перечисляет комиссию за организацию и компенсацию расходов организаторам выпуска. В дату проведения расчетов после выполнения всех condition precedents по сделке (включающих выпуски всех legal opinion и tax opinion, выпуск последнего комфортного письма от аудиторов) проводятся расчеты через клиринговую систему. Инвесторы получают евробонды, а эмитент — денежные средства, которые сразу направляет банку-заемщику согласно подписанному договору о предоставлении субординированного кредита.

Банку остается только предоставить в ЦБ подписанное соглашение, выписки по счетам, подтверждающие получение денег, legal opinion на соответствие кредитного договора английскому праву и заверение о том, что лицо, предоставившее кредит, не числится среди заемщиков банка. Как только согласование получено, поступившие средства можно включать в расчет дополнительного капитала банка.