Новые тренды: еврооблигации в экзотических валютах

Кирилл КОНДРАШИН,
заместитель директора по международным рынкам долгового капитала, ВТБ Капитал

Работает в ВТБ Капитале с 2009 года. До этого он занимал ряд должностей в Merrill Lynch и ING в Лондоне. Кирилл имеет опыт размещения всего спектра продуктов международных рынков капитала, от еврооблигаций до IPO и equity linked products. За свою карьеру Кирилл участвовал в размещениях более 50 ев рооблигаций для эмитентов СНГ, а также имеет опыт размещения high yield еврооблигаций для эмитентов из Западной Европы.

Имеет степень Master in Economics and Finance от Warwick Business School и Bachelor of Banking and Finance от London School of Economics.

Михаил ПИЧУГИН,
старший аналитик по международным рынкам долгового капитала, ВТБ Капитал

Работает в ВТБ Капитале с 2010 года. Имеет более чем четырехлетний опыт работы на развивающихся рынках Восточной Европы и Ближнего Востока. Участвовал в размещении более 20 выпусков еврооблигаций.

Имеет степень Master of Laws, Banking and Finance Law Лондонского университета (University College London) и Bachelor of Law от Warwick University.

На фоне общего восстановления рынков долгового капитала в 2010–2011 годах заметным трендом стало расширение географии валют и рынков для российских эмитентов, выпускающих еврооблигации. За этот период евробонды с российским риском впервые были размещены на рынках Юго-Восточной Азии, включая три выпуска еврооблигаций, номинированных в сингапурских долларах, и один — в китайских оффшорных юанях. Кроме того, большая активность наблюдалась и в иных валютах, таких как швейцарские франки, британские фунты и российские рубли.

ЗАИМСТВОВАНИЯ В ЭКЗОТИЧЕСКИХ ВАЛЮТАХ

Исторически основной валютой еврооблигаций эмитентов из России был доллар США, на который с 2001 года приходилось более 77% объема всех выпусков. Однако в 2011 году этот показатель упал до 67%. В докризисный период большую роль играл евро (13%), но начиная с 2009 года ни одного выпуска в этой валюте размещено не было, что также сопровождалось и некоторым снижением участия инвесторов континентальной части Европы в выпусках еврооблигаций эмитентов из России.

В 2011 году доля этих традиционных валют заимствования достигла исторического минимума, в то время как почти треть привлеченных эмитентами средств на международных рынках капитала была номинирована в «экзотических» валютах.

С точки зрения эмитента, выбор экзотической валюты может быть обусловлен рядом факторов, включая расширение базы инвесторов, возможность привлечения более дешевого финансирования или нестандартные сроки погашения, недоступные на долларовом рынке (как для коротких сроков, так и для более длинных).

Ниже мы рассмотрим ряд факторов, обуславливающих привлекательность выхода на новые рынки через экзотические валюты для российских эмитентов на примере ряда сделок, успешно закрытых командой DCM ВТБ Капитала в 2009–2011 годах.

АЗИАТСКИЕ РЫНКИ

1. Сингапурские доллары

Долговой рынок Сингапура характеризуется стабильной базой инвесторов, предпочитающей выпуски с рейтингом не ниже инвестиционного уровня. Большая часть выпусков еврооблигаций в этой валюте имеет срок погашения от двух до пяти лет.

В 2010 году ВТБ Капитал совместно с сингапурским банком OCBC успешно провел первое в истории размещение еврооблигаций российского эмитента в локальной валюте Юго-Восточной Азии — выпуск банка ВТБ на 400 млн сингапурских долларов (примерно $291 млн) и два года. Сделка привлекла большой интерес инвесторов, что позволило увеличить объем размещения с 200 млн до 400 млн сингапурских долларов при крайне низкой ставке купона — 4.2%. На момент размещения транзакция стала крупнейшим выпуском в сингапурских долларах для иностранного эмитента с развивающихся рынков. Кроме того, доходность выпуска после свопа была зафиксирована на уровне ниже долларовой кривой ВТБ. Влиятельный финансовый журнал Alpha South East Asia назвал сделку одним из лучших размещений в 2010 году.

В 2011 году на сингапурском рынке размещался Банк Москвы, который смог привлечь 150 млн сингапурских долларов (примерно $117 млн) на два года под 4.25%. Кроме того, еще один выпуск еврооблигаций со сроком погашения три года и ставкой купона 3.4% разместил банк ВТБ.

Всего на данный момент эмитентами из России на этом рынке было привлечено 850 млн сингапурских долларов (около $450 млн). Относительно небольшая глубина рынка в сочетании с высокими требованиями к кредитному качеству делают этот рынок наиболее привлекательным для регулярных эмитентов, заинтересованных в расширении базы инвесторов и имеющих возможность размещения еврооблигационных выпусков в рамках EMTN-программы с относительно небольшими транзакционными издержками.

2. Китайские юани

Рынок оффшорного юаня (CNH), свободно торгуемого в Гонконге, — один из самых молодых в регионе. Важной особенностью рынка является гибкость, позволяющая размещать еврооблигации без кредитного рейтинга и листинга. Предпочтение отдается краткосрочным бумагам сроком два-пять лет.

Дебютным на этом рынке для российских эмитентов стало размещение еврооблигаций банка ВТБ объемом 1 млрд юаней (около $150 млн). Этот выпуск был одним из первых и крупнейшим для западных эмитентов в данной валюте. Сильный спрос и более чем семикратная переподписка книги способствовали тому, что облигации были размещены со ставкой купона 2.95% на три года. Объем размещения (1 млрд юаней) был ограничен только низкой ликвидностью рынка валютных операций, который не позволил обеспечить хеджирование большего объема размещения. Размещение облигаций ВТБ, номинированных в китайских юанях, было признано влиятельным журналом Euromoney лучшей сделкой из Центральной и Восточной Европы в 2010 году.

Рассматривая возможность размещения на рынке юаней, эмитенту прежде всего надо обратить внимание на способность организатора выполнить валютный своп. Рынок свопов в юанях крайне неликвиден, и лишь небольшое количество банков может предложить данную услугу своим клиентам. В остальном, как было сказано выше, рынок открыт для самого широкого круга эмитентов.

Помимо привлекательных условий заимствования, важнейшим достижением размещений еврооблигаций ВТБ на рынках Сингапура и Гонконга стало заметное расширение аудитории инвесторов и для долларовых сделок. Успех прошедших размещений позволил привлечь внимание более консервативных инвесторов этого региона к кредитной истории эмитента. Кроме того, многие азиатские инвесторы, которые купили бумаги ВТБ, в дальнейшем участвовали и в долларовых выпусках, поспособствовав успешному и выгодному ценообразованию.

БРИТАНСКИЕ ФУНТЫ

Важной особенностью британского рынка является то, что инвесторы отдают предпочтение долгосрочным бумагам эмитентов высшего кредитного качества. Для этого рынка характерны сроки размещения 15–30 лет.

Британский рынок не является абсолютно новым для эмитентов СНГ: в 2006–2007 годах ряд компаний, включая «Газпром», Казкоммерцбанк и ВТБ, уже выпускали номинированные в британских фунтах еврооблигации со сроками погашения от трех до семи лет.

Серьезный прорыв российские заемщики совершили в 2011 году, когда компания РЖД при участии ВТБ Капитала разместила выпуск долгосрочных двадцатилетних еврооблигаций, номинированных в фунтах стерлингов. Общий объем выпуска составил 650 млн фунтов (примерно $1.051 млрд) и был достигнут в ходе двух размещений — 350 млн фунтов (около $563 млн) с доходностью 7.487% в марте 2011 года и 300 млн фунтов с доходностью 7.317% (около $488 млн) в июне 2011 года.

Традиционно на рынке долларовых еврооблигаций 10–15 лет является потолком по сроку заимствования (в посткризисный период не проводилось более длинных размещений в данной валюте), а фунтовый рынок предлагает эмитентам альтернативу долгосрочного финансирования. Опыт РЖД показал, что двадцатилетний срок заимствования достижим для российских эмитентов высшего кредитного качества.

РОССИЙСКИЙ РУБЛЬ

Благодаря более широкой аудитории инвесторов рынок рублевых еврооблигаций предлагает эмитентам несколько большие сроки и объемы заимствования, чем локальный. Значительный спрос международных инвесторов на укрепляющийся рубль способствует тому, что уровни доходности на международном рынке находятся несколько ниже локальных. Рынок открыт для эмитентов инвестиционного или близкого к нему уровня, так как инвесторы предпочитают брать на себя валютный риск при минимизации кредитного.

Первые выпуски еврооблигаций, номинированных в рублях, были размещены после кризиса в 2010 году Россельхозбанком и «Русгидро». Сделки оказались успешными и пользовались спросом у международных инвесторов.

Поворотным моментом в развитии рублевого рынка еврооблигаций стало размещение семилетнего суверенного выпуска России в феврале 2011 года. Сделка была впервые организована в формате 144а и привлекла максимальную инвесторскую базу. Благодаря этому выпуск показал высокую ликвидность и отличную динамику на вторичном рынке, а также способствовал значительному повышению ликвидности находящихся в обращении рублевых еврооблигаций других эмитентов. Многие инвесторы ждали размещения суверенного выпуска как сигнала к началу более активного участия в данном сегменте рынка еврооблигаций. Первоначальное размещение суверенных рублевых евробондов объемом 40 млрд руб. (примерно $1.366 млрд) было оценено ниже уровня ОФЗ, однако на вторичном рынке с приходом новых инвесторов доходность постепенно снизилась до уровней 50–80 б.п. внутри кривой ОФЗ. Это позволило Министерству финансов вновь выйти на рынок с дополнительным выпуском, объем которого составил 50 млрд руб. (около $1.775 млрд) с доходностью примерно 67 б.п. внутри ОФЗ. Это уникальный случай, когда дополнительный выпуск достиг большего объема, чем первоначальное размещение.

Набирающий обороты рынок рублевых евробондов в настоящий момент предоставляет эмитентам возможность привлечения значительных объемов средств в локальной валюте на международных рынках. Таким образом, эмитенты избегают валютного риска (особенно это привлекательно для компаний, не имеющих крупных потоков в долларах США) и освобождают банковские лимиты на локальном рынке. Кроме того, в настоящий момент международные инвесторы готовы инвестировать в долговые бумаги российских эмитентов с более низкой доходностью, чем локальные инвесторы. Этот арбитраж существует в силу того, что западные инвесторы, как правило, не имеют необходимой инфраструктуры для инвестирования в рублевые бонды на локальном рынке в России, и рублевые еврооблигации являются единственной возможностью прямого участия для большинства глобальных инвесторов.

ШВЕЙЦАРСКИЕ ФРАНКИ

Швейцарский рынок отличается высокой стабильностью и может служить источником капитала даже в периоды сильной волатильности на глобальных рынках. Однако для этого рынка характерны более короткие сроки займов, а предпочтение отдается эмитентам с высокими рейтингами.

Лидером по количеству выпусков среди экзотических валют для российских эмитентов в 2009–2011 годах стал швейцарский франк. Всего такими эмитентами, как «Газпром», ВТБ, Сбербанк и ВЭБ, было размещено шесть выпусков общим объемом около $3 млрд.

Крупнейшим выпуском стало размещение в 2009 году банка ВТБ при участии ВТБ Капитала, в рамках которого эмитенту удалось привлечь 750 млн франков (примерно $688 млн) на два года. Это значительный результат для кризисного 2009 года, когда за пределами Швейцарии рынки оставались крайне волатильными и плохо восприимчивыми к новым выпускам. Успех размещения был закреплен в 2010 году вторым выпуском еврооблигаций ВТБ, номинированных в швейцарских франках. В этот раз целью выпуска стало достижение минимальной цены заимствования внутри долларовой кривой. В результате, эмитенту удалось разместить трехлетние бумаги объемом 400 млн франков (около $378 млн) со ставкой купона 4% годовых.

Основу инвесторской базы в инструменты, номинированные в швейцарских франках, составляют частные швейцарские банки. Спецификой выпуска в данной валюте также является длительный период между прайсингом сделки и ее закрытием (около месяца). Стандартной практикой при наличии дополнительного спроса становится увеличение первоначального объема размещения в этот период.

Каждый из описанных рынков имеет свой набор преимуществ и способствует достижению конкретных целей.

Инвесторы азиатского региона еще слабо знакомы с российскими компаниями. Однако здесь эмитенты могут привлечь финансирование с низкими ставками доходности и одновременно повысить узнаваемость компании в регионе, а также расширить круг инвесторов в будущие долларовые выпуски.

Швейцарский франк открывает доступ к одному из наиболее стабильных рынков, а значит, может служить источником долгового капитала и в периоды кризиса, также предоставляя доступ к дешевому краткосрочному капиталу в период стабильности.

Российский рубль — новый инструмент, по-настоящему получивший популярность только в 2011 году. Он позволяет эмитентам получить доступ к международным инвесторам и привлечь долговой капитал в локальной валюте на более выгодных условиях, чем на домашнем рынке.

Британский фунт позволяет ведущим эмитентам получить доступ к долгосрочному долговому капиталу со сроками погашения 15–30 лет.

В целом экзотические валюты значительно расширяют арсенал эмитента и позволяют не только разнообразить аудиторию инвесторов для долларовых размещений, которые в обозримой перспективе останутся в центре внимания рынков долгового капитала, но и достичь более выгодных условий для финансирования с нестандартными для долларового рынка сроками (например, краткосрочного или долгосрочного фондирования). Несмотря на то что в настоящий момент большинство из этих инструментов доступны в первую очередь эмитентам высшей категории кредитного качества, по мере улучшения международного профиля российских компаний преимуществами расширенного спектра валют заимствования сможет воспользоваться все больший круг российских эмитентов.

Команда долговых рынков ВТБ Капитала продолжает активно исследовать в интересах заемщиков новые рынки и новые валюты. В ближайшее время мы надеемся расширить список возможностей для российских компаний, добавив к нему ряд новых валют и сопутствующих им инструментов.