Кредитные ноты: назад в будущее

Степан АМОСОВ,
директор группы структурированных продуктов,
ING Commercial Banking (Россия)

Работает в ING с 2004 года и в настоящее время отвечает за работу на рынке структурированных продуктов. До прихода в ING возглавлял отдел инструментов долгового капитала в банке «ЗЕНИТ».

Имеет богатый опыт структурирования и исполнения сделок на внутреннем и внешнем рынках для корпораций, институциональных инвесторов и международных финансовых организаций.

В 1997 году с отличием окончил Московский физико-технический институт (государственный университет). В 2002 году был удостоен ученой степени кандидата физико-математических наук в Институте прикладной математики им. Келдыша Российской академии наук.

В середине 2000-х годов кредитные ноты были весьма популярным инструментом привлечения долгового финансирования. После глобального кризиса он практически перестал использоваться российскими заемщиками, оставаясь, впрочем, востребованным на других рынках, например в Украине. Однако сегодня кредитные ноты все же имеют хорошие шансы возродиться в виде нишевого формата финансирования для российских компаний средней капитализации.

ИСТОРИЯ РЫНКА

Рынок кредитных нот российские заемщики открыли для себя в начале 2000-х годов, а его расцвет совпал с пиком предыдущего кредитного цикла (2006–2007 годы). В то время инструмент воспринимался как альтернатива еврооблигациям. Компании, не дотягивавшие до размещения полноценного выпуска евробондов в силу своего масштаба либо не готовые раскрывать информацию в необходимых объемах, привлекали финансирование через кредитные ноты. Выпуск кредитных нот рассматривался (и зачастую оказывался) последним шагом перед выходом компании на рынок еврооблигаций. Кстати, в сознании инвесторов кредитные ноты (CLN, credit linked notes) и ноты участия в займе (LPN, loan participation notes — наиболее типичная структура для еврооблигаций) тоже были довольно близки, порой воспринимались как две разновидности одного и того же инструмента.

Во многом популярность кредитных нот в ту эпоху была связана с тем, что большинство российских компаний, выходивших на этот рынок, находились в начальной фазе активного корпоративного развития — многие из них задумывались об улучшении стандартов корпоративного управления, публиковали отчетность по международным стандартам, некоторые даже получали кредитные рейтинги[1].

Выпуск кредитных нот в то время воспринимался как один из промежуточных шагов на пути к публичности и сопутствующему ей доступу на рынки капитала. В итоге некоторым компаниям действительно удалось реализовать классический план «рублевые облигации — кредитные ноты — еврооблигации — IPO — консолидация сектора». Такая логика отвечала масштабам деятельности, уровню открытости и планам развития большинства отечественных компаний, выходивших на этот рынок.

[1] Заметим, что система ломбардного кредитования Банка России в то время находилась еще в стадии становления, и для компаний, не представленных на рынке еврооблигаций, необходимость получения кредитных рейтингов была не столь очевидна.

ОСОБЕННОСТИ ИНСТРУМЕНТА

Кредитные ноты (credit linked notes) одновременно сочетают в себе признаки ценной бумаги и кредитного деривативa, сконструированного на основе терминологии ISDA Credit Definitions. Отметим, что та же самая терминология используется и для других видов кредитных деривативов, например Credit Default Swaps и Total Return Swaps.

Как правило, эмитентом кредитных нот выступает иностранный банк или SPV, а референтным заемщиком (reference entity) является российская компания. Согласно условиям нот, банк-эмитент обязуется выплачивать владельцам нот купонный доход и номинальную стоимость ноты при условии ненаступления ни одного из так называемых кредитных событий (credit events) в отношении референтного заемщика и его обязательств из определенного набора (obligation category/characteristics), включая базовое обязательство (reference obligation), лежащее в основе нот.

Стандартный набор кредитных событий, обычно предусматриваемый документацией нот, в случае корпоративного референтного заемщика выглядит следующим образом:

- неплатежеспособность,
- банкротство,
- отказ или мораторий на исполнение обязательств,
- реструктуризация долга,
- акселерация долга.

Если хотя бы одно из этих событий наступило до планируемой даты погашения ноты, то такая нота терминируется (прекращается), и исполнение обязательств эмитента перед владельцем ноты осуществляется либо в виде денежных расчетов (cash settlement), либо через физическую поставку (physical delivery). В первом случае владелец ноты получает остаточную стоимость (recovery value) любого базового обязательства референтного заемщика, а во втором случае в пользу владельца ноты осуществляется физическая поставка любого обязательства из некоего набора поставляемых обязательств (deliverable obligations), определяемого документацией нот.

ПОСТАВЛЯЕМЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Набор поставляемых обязательств может включать в себя различные обязательства. Например, узкое определение может предусматривать возможность поставки только базового обязательства. Но, вообще говоря, в набор поставляемых обязательств могут быть включены и другие обязательства референтного заемщика (например, облигации или кредиты). В этом случае, как правило, поставляется самое дешевое из торгующихся на рынке поставляемых обязательств. Иными словами, при широком определении набора поставляемых обязательств инвестор, вложившийся в полугодовую ноту, в случае дефолта рискует получить 30-летнюю облигацию референтного заемщика. Однако большинство сделок по привлечению нового финансирования предусматривают физическую поставку только базового обязательства, например кредита, лежащего в основе ноты. При этом такое базовое обязательство может быть документировано по местному праву и номинировано в местной валюте.

CDS И CLN

Как уже упоминалось ранее, документация кредитных нот основывается на терминологии ISDA Credit Definitions, используемой и для других видов кредитных деривативов, например credit default swaps (CDS). Стандартный CDS отслеживает аналогичный набор кредитных событий в отношении референтного заемщика и его обязательств. Рыночным стандартом ISDA для корпоративного сектора развивающихся рынков Европы (куда по определению относятся и корпоративные заемщики из России) является набор обязательств, включающий в себя облигации и кредиты, но исключающий из них инструменты по местному праву (not domestic law), инструменты в местной валюте (not domestic currency) и с обращением на локальном рынке (not domestic issuance), а также инструменты с единственным кредитором (multiple holder obligation).

Разумеется, такое определение обязательств в применении к кредитным нотам делало бы невозможным выпуск нот в локальной валюте или ссылающихся на займы по местному праву. Поэтому документация большинства кредитных нот в сделках по привлечению нового финансирования зачастую отклоняется от стандартов рынка CDS.

БАЗОВОЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВО В СДЕЛКАХ ПО ПРИВЛЕЧЕНИЮ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Как правило, базовым обязательством по кредитной ноте является кредит, выданный банком-эмитентом компании, являющейся референтным заемщиком. Таким образом, сделка по привлечению финансирования через выпуск кредитных нот с точки зрения заемщика почти

не отличается от обычной двусторонней кредитной сделки. Как правило, кредитный договор подчиняется английскому праву, однако существуют примеры сделок с договорами и по российскому праву.

В более общем случае базовым обязательством может служить и другой вид долга, например векселя и внутренние облигации, а если референтный заемщик является банком, то еще и депозиты или депозитные сертификаты[1].

КРЕДИТОСПОСОБНОСТЬ БАНКА-ЭМИТЕНТА

Кредитоспособность банка-эмитента является критически важным фактором, ведь этот банк должен сохранить свою платежеспособность в случае дефолта референтных заемщиков по выпущенным им нотам. В этом смысле кредитные ноты представляют собой комбинацию кредитного риска банка-эмитента и референтного заемщика. В случае наступления неплатежеспособности банка-эмитента (а именно это произошло в 2008 году с банком Lehman Brothers) владельцы нот участвуют в его банкротстве наравне с другими владельцами несубординированных необеспеченных обязательств банка-эмитента.

Как правило, инвесторы соглашаются нести кредитный риск банка-эмитента в случае, когда кредитное качество последнего существенно выше, чем у референтного заемщика. Типичной является ситуация, когда банк-эмитент имеет кредитные рейтинги на уровне AA, а референтный заемщик — на уровне BB или B, то есть разница между ними составляет примерно десяток ступеней.

Именно случай с Lehman Brothers заставил инвесторов пересмотреть свое отношение к инструменту вообще и к эмитентам кредитных нот в частности. Инвесторы стали обращать гораздо больше внимания на кредитное качество самого банка-эмитента, а кредитные ноты начали восприниматься как некий суррогатный инструмент с ограниченной ликвидностью. В итоге все большее распространение получила практика выпуска нот с баланса не подлежащих банкротству компаний (bankruptcy remote SPV). В этом случае кредитное качество референтного заемщика не может быть ухудшено дополнительными рисками компании – эмитента нот.

CLN VS LPN: ОСНОВНЫЕ ОТЛИЧИЯ

В ходе последнего кризиса, когда проводились многочисленные реструктуризации долга, наглядно проявились и основные отличия между кредитными нотами и нотами участия в кредите. Ключевое отличие состоит в том, что кредитная нота — это в первую очередь кредитный деривативв, то есть инструмент, выплата по которому зависит от наступления некоего кредитного события, а нота участия в кредите — это ценная бумага, удостоверяющая права ее владельца в отношении некоторой части кредита, выданного заемщику. Отсюда происходят и остальные отличия, например возможное отсутствие механизма коллективных решений владельцев нот при реструктуризации долга. И если в случае еврооблигаций у заемщика, как правило, была возможность повлиять на исход голосования, выкупив часть выпуска на дружественные компании, то в кредитных нотах реструктуризация автоматически приводила к прекращению сделки (напомним, в структуре кредитных нот такая реструктуризация является одним из кредитных событий).

РАЗМЕЩЕНИЕ, ВТОРИЧНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И ЛИСТИНГ

Размещение нот проходит в режиме частного размещения, то есть закрытой подписки (private placement). Обращение нот организовано на внебиржевом рынке через расчетные системы EuroClear/ClearStream или DTC. Возможно прохождение процедуры листинга нот на одной из европейских бирж (например, Лондон, Дублин, Люксембург).

КВАЛИФИКАЦИЯ НОТ ПО РОССИЙСКОМУ ПРАВУ И ОГРАНИЧЕНИЯ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Кредитным нотам присваиваются уникальный код ISIN и квалификационный код CFI, позволяющие квалифицировать

[1] Наиболее экзотический вид базового обязательства, встречавшийся автору, — задолженность референтного заемщика по двусторонней деривативной транзакции с банком. Однако такое обязательство не может возникнуть в сделках по привлечению нового долгового финансирования как такового и связано только с хеджирующими транзакциями.

ноты как иностранные ценные бумаги с точки зрения российского законодательства. Таким образом, российские профессиональные участники рынка могут торговать этим инструментом, а также оказывать брокерские услуги и услуги по его хранению, а российские квалифицированные инвесторы — приобретать ноты в качестве иностранных ценных бумаг.

Для российских кредитных организаций ноты будут классифицироваться как иностранный актив (даже если они номинированы в рублях, а в их основе лежит рублевый кредит).

Кредитные ноты, выпускаемые иностранными эмитентами, не предлагаются публично для приобретения инвесторами в России. На момент публикации автору не были известны прецеденты допуска кредитных нот к публичному обращению или прохождения процедуры листинга в Российской Федерации, а также включения нот в Ломбардный список Банка России. Однако автор не может исключать наступления таких событий в будущем.

ВСТРОЕННЫЙ ХЕДЖ

Некоторые сделки, помимо кредитной составляющей, включают в себя и хедж валютного и/или процентного рисков базового обязательства. Так, например, базовым обязательством может быть кредит в рублях под фиксированную ставку, а банк-эмитент может выпустить кредитные ноты в долларах под плавающую ставку. Как правило, это делается для того, чтобы удовлетворить пожелания инвесторов, готовых нести кредитный риск, но не желающих принимать на себя валютные и/или процентные риски. В конечном счете это способствует расширению потенциальной базы инвесторов.

ПОСТКРИЗИСНАЯ СИТУАЦИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИНСТРУМЕНТА

После кризиса 2008 года кредитные ноты практически перестали использоваться российскими заемщиками как инструмент привлечения финансирования. Во многом это связано с тем, что интерес инвесторов сместился в сторону ликвидных инструментов компаний первого эшелона, наиболее очевидным способом привлечения финансирования для которых является выпуск внутренних или еврооблигаций. Немаловажен также упомянутый ранее фактор невозможности использования кредитных нот в системе рефинансирования и ломбардного кредитования ЦБ РФ.

Тем не менее, кредитные ноты продолжают выпускаться. Впрочем, определяющим мотивом становится не экономика сделки как таковая, а регуляторные ограничения и администрирование инструмента.

По мере восстановления экономики в целом и кредитных рынков в частности стоит ожидать возвращения аппетита инвесторов к более высоким кредитным рискам и одновременного роста потребности в заемном финансировании со стороны компаний, в особенности из высококонкурентных секторов.

Как представляется автору, кредитные ноты могли бы занять нишу инструмента привлечения финансирования для компаний средней капитализации и быстрорастущих компаний. С одной стороны, такие заемщики имеют достаточные масштабы бизнеса и уровень прозрачности для выпуска кредитных нот, а с другой, все же пока не могут воспользоваться возможностями рынка еврооблигаций.

Вторая ниша для инструмента — уже упоминавшиеся регуляторные транзакции. Логично предположить, что по мере ужесточения регулирования инструмент будет становиться все более популярным среди заемщиков из финансового сектора.