Александр РЯЗАНЦЕВ,
директор по размещению российских долговых обязательств, Royal Bank of Scotland

Рынок российских облигаций показал значительный рост в 2012 году, и российские эмитенты поставили новые рекорды по объемам выпуска долговых обязательств, размещениям в разных валютах — рублях, долларах, швейцарских франках, сингапурских долларах и китайских юанях, а также по выпуску бумаг субординированного уровня. В то время как многие эмитенты смогли реализовать самые длинные сделки в своей истории, некоторые заемщики, в том числе банки, открыли для себя рынок более коротких денег — еврокоммерческих бумаг (ECP).

ECP: правила еврокоммерции

Рынок еврокоммерческих бумаг хорошо развит в Европе и США. В Штатах общий объем выпущенных ECP стабильно держится на уровне $1 трлн, однако структура рынка в последнее время меняется: растет доля корпораций и снижается объем обеспеченных коммерческих бумаг и выпусков финансовых институтов. Одна из причин сокращения объемов заключается в более плоской кривой доходности, что делает средне- и долгосрочное финансирование более привлекательным: это позволяет эмитентам погашать коммерческие из средств, полученных от выпуска бумаг со сроком погашения от двух до тридцати лет. Увеличение доли корпораций на рынке ECP связано с динамикой спроса и предложения. С одной стороны, инвесторы предпочитают бумаги корпораций обязательствам банков, из-за структурных проблем, стоящих перед финансовым сектором. С другой стороны, выпуск ECP предоставляет корпорациям дополнительный инструмент для управления балансом задолженности с фиксированной и плавающей ставкой, а также предусматривает чрезвычайно низкий (часто близкий к нулю) уровень процентных платежей.

Начиная с октября 2011 года на рынок ECP вышли 10 российских эмитентов с рейтингами от B до BBB, включая корпорации и финансовые институты. По сути, рынок ECP стал за последние 12 месяцев одним из дополнительных инструментов в арсенале российского финансового менеджера для широкого круга компаний. Главное отличие российского рынка от международного заключается в том, что российские эмитенты предпочитают более длинные выпуски, преимущественно на срок 6–12 месяцев.

Можно отметить ряд причин такого развития рынка. Для более искушенных эмитентов, которые являются частыми гостями на международных рынках капитала, ECP являются привлекательным инструментом, позволяющим управлять ликвидностью в условиях тенденции сокращения предложения банковского финансирования. В этом смысле аргументы в пользу выпуска ECP такими эмитентами, как «Газпром», например, схожи с причинами, по которым этот инструмент выбирают западноевропейские корпорации. По сути, краткосрочные более дешевые и более гибкие выпуски ECP наилучшим образом подходят для финансирования краткосрочных активов и временных колебаний оборотного капитала.

В то же время для эмитентов с рейтингами пониже ECP являются более дешевой и менее обременительной альтернативой рынку еврооблигаций с точки зрения структурирования и раскрытия информации. Некоторые эмитенты также рассматривают ECP как псевдобридж-финансирование в процессе подготовки к выпуску еврооблигаций. Это к тому же позволяет эмитенту уйти от банковского бридж-финансирования, таким образом, не обременяя себя обязательствами по мандатам на последующие выпуски евробондов с банками — организаторами бриджей.

Структура ECP — важный фактор, способствующий привлекательности этого инструмента для российских эмитентов. Она представляет наибольшую гибкость при размещении: рынок доступен почти в любое время, даже при повышенной волатильности, и не требует долгого и дорогостоящего обновления документации, которое необходимо для выпуска еврооблигаций. Например, мы оцениваем процесс подготовки программы ECP в 6–8 недель, документов на ее выборку — в 1–2 дня, а расчет в T+2 значительно быстрее, чем при размещении еврооблигаций. Наконец, что важно для эмитентов, еще не размещавших евробонды по причине ограниченности доступной финансовой информации, — требования по раскрытию в документации по ECP значительно менее строгие, чем в проспекте еврооблигаций.

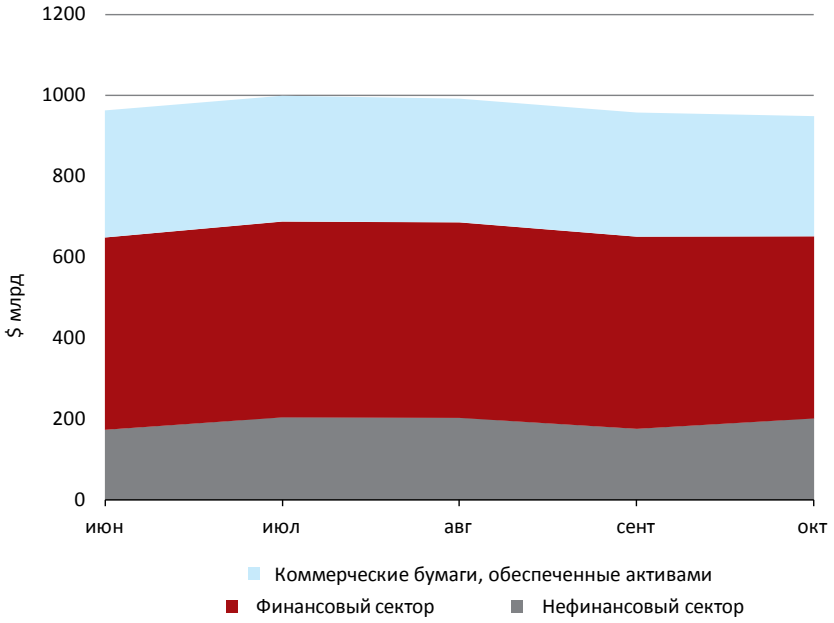
В то же время структурирование ECP имеет и свои ограничения. Так как из-за краткосрочности ECP часто выпускаются с дисконтом к цене погашения, а иногда и с нулевым купоном, это не позволяет размещаться в формате LPN, который часто используется многими российскими эмитен-

тами, особенно из финансового сектора. Соответственно, размещение ECP российскими эмитентами оптимально проводить через структуру гарантированных нот для достижения максимальной гибкости при размещении.

Процесс маркетинга ECP также отличается от стандартов, принятых при размещении евробондов. Основной спрос на ECP предъявляют частные банки, что значительно увеличивает значимость швейцарских и азиатских инвесторов для успеха этих сделок. В результате эмитенты ECP, как правило, фокусируются на встречах с инвесторами в Женеве и Цюрихе в дополнение к встречам в Лондоне и иногда в Азии. Хорошим спросом эти инструменты могут пользоваться и у российских инвесторов, поэтому имеет смысл маркетировать ECP в Москве.

При всех плюсах, включающих низкую цену, гибкость структурирования и размещения, скорость выхода на рынок и диверсификацию инвесторов, надо отметить, что ECP имеют ряд недостатков. В первую очередь, сама суть ECP как краткосрочных бумаг со сроком погашения до 364 дней (или даже 270 дней — определение Федерального резерва) делает их более рискованными с точки зрения рефинансирования. Например, во время кризиса 2007–2008 годов рынок ECP был фактически закрыт для большинства эмитентов на длительное время, что привело к значительному сжатию ликвидности для тех, кто слишком сильно полагался на этот краткосрочный рынок.

Однако в силу разных причин российские эмитенты, вероятно, продолжат использовать возможности рынка ECP по ряду причин. Кроме того, не исключено, что в скором времени мы увидим выпуски в валютах, отличных от американских долларов, например в рублях.



Источник: Федрезерв

Рисунок 1
Объем ECP американских компаний в обращении

Таблица 1
Выпуски ECP российских банков с октября 2011 года

Бумага	Объем эмиссии, $ млн	Дата погашения	Агенты по размещению	Доходность первичного размещения, %	Дата окончания размещения	Дата начала начисления купонов	Срок обращения, дней
АЛРОСА, 20.03.2013 (zero, ECP)	315	20.03.2013	Goldman Sachs, UBS, «ВТБ Капитал»	4.25	14.03.2012	21.03.2012	364
АЛРОСА, 21.12.2012 (zero, ECP)	725	21.12.2012	Goldman Sachs, UBS, «ВТБ Капитал»	4.125	14.03.2012	21.03.2012	275
АЛРОСА, 22.10.2012 (zero, ECP)	260	22.10.2012	Goldman Sachs, UBS, «ВТБ Капитал»	3.75	15.03.2012	21.03.2012	215
Альфа-Банк, 13.09.2013 (zero, ECP)	140	13.09.2013	Goldman Sachs, UBS	3.875	11.09.2012	14.09.2012	364
Альфа-Банк, 18.06.2013 (zero, ECP)	200	18.06.2013	Goldman Sachs, UBS	4.875	14.06.2012	19.06.2012	364
Альфа-Банк, 22.07.2013 (zero, ECP)	100	22.07.2013	UBS, Goldman Sachs	4	18.07.2012	23.07.2012	364
Банк «Русский Стандарт», 03.05.2012 (zero, ECP)	150	03.05.2012	UBS, «ВТБ Капитал»	8.5	27.10.2011	03.11.2011	182
Банк «Русский Стандарт», 09.04.2013 (zero, ECP)	150	09.04.2013	UBS, «ВТБ Капитал»	5.5	03.04.2012	11.04.2012	363
БИНБАНК, 01.02.2013 (Zero, ECP-1)	40	01.02.2013	BCP Securities, RBS, «ВТБ Капитал»	8.25	27.07.2012	01.08.2012	184
БИНБАНК, 01.02.2013 (Zero, ECP-2)	17	16.04.2013	BCP Securities, RBS, «ВТБ Капитал»	7.5	11.10.2012	16.10.2012	182
ВТБ, 03.06.2013 (zero, ECP-7)	19	03.06.2013	«ВТБ Капитал», UBS		28.11.2012	30.11.2012	185
ВТБ, 05.11.2013 (zero, ECP-3)	35.2	05.11.2013	«ВТБ Капитал», UBS		31.10.2012	08.11.2012	362
ВТБ, 08.11.2013 (zero, ECP-4)	12	08.11.2013	«ВТБ Капитал», UBS		08.11.2012	14.11.2012	359
ВТБ, 15.10.2013 (zero, ECP-2)	25.5	15.10.2013	«ВТБ Капитал», UBS		12.10.2012	18.10.2012	362
ВТБ, 20.11.2013 (zero, ECP-5)	13.5	20.11.2013	«ВТБ Капитал», UBS		19.11.2012	23.11.2012	362
ВТБ, 27.11.2013 (zero, ECP-6)	15	27.11.2013	«ВТБ Капитал», UBS		27.11.2012	30.11.2012	362
ВТБ, 30.09.2013 (zero, ECP-1)	125	30.09.2013	«ВТБ Капитал», UBS	2.2	25.09.2012	03.10.2012	362
«Газпром», 2012 (zero, ECP)	500	23.04.2012	UBS	3.5	19.10.2011	21.10.2011	185
«Газпром», 2012-2 (zero, ECP)	600	27.12.2012	UBS	1.3	21.09.2012	26.09.2012	92
Газпромбанк, 2013 (zero, ECP)	400	27.06.2013	Goldman Sachs, UBS	3.75	21.06.2012	28.06.2012	364
ГЛОБЭКСБАНК, 13.06.2013 (zero, ECP)	50	13.06.2013	UBS	4	07.09.2012	13.09.2012	273
ГЛОБЭКСБАНК, 17.05.2013 (zero, ECP)	50	17.05.2013	UBS		18.05.2012	21.05.2012	361
ГЛОБЭКСБАНК, 19.09.2013, (zero, ECP)	50	19.09.2013	UBS	4	14.09.2012	21.09.2012	363
ГЛОБЭКСБАНК, 22.05.2013 (zero, ECP)	40	22.05.2013	UBS		23.05.2012	24.05.2012	363
Евразийский банк развития, 2012-3 (zero, ECP)	40	16.11.2012	UBS		18.11.2011	18.11.2011	364
Евразийский банк развития, 2013 (zero, ECP)	50	17.01.2013	UBS, «ВТБ Капитал»	3.75	13.01.2012	19.01.2012	364
Сбербанк России (ОАО), 03.12.2013 (zero, ECP)	23	03.12.2013	UBS		28.11.2012	06.12.2012	362
Сбербанк России (ОАО), 12.11.2013 (zero, ECP)	160	12.11.2013	UBS	1.8	08.11.2012	14.11.2012	363

Источник: Cbonds