Виды долговых обязательств на рынке еврооблигаций

Кирилл ГОЛИКОВ,
управление по долговым рынкам капитала России и СНГ, «БНП Париба»

Кирилл Голиков работает в банковской индустрии уже около 13 лет, обладает широким опытом работы в сфере рынков долгового капитала. Он работает в «БНП Париба» с 2006 года и возглавляет команду долговых рынков капитала (публичный и корпоративный сектор) в России и СНГ. До перехода в «БНП Париба» Кирилл работал в ABN AMRO, где он также занимался сферой долговых рынков капитала. Кирилл имеет степень MBA.

За последнее время выпуск приоритетных и субординированных долговых обязательств на международных рынках долгового капитала приобретает все большую популярность среди эмитентов из России и стран СНГ.

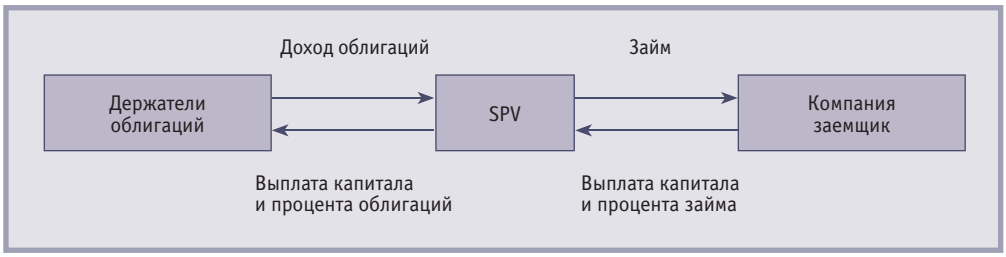
Хотя их часто называют еврооблигациями, выпуски долговых обязательств на международных рынках долгового капитала относятся к более обширной категории — международные облигации: облигации, выпущенные за пределами рынка страны эмитента. Они представляют собой обязательства заемщиков уплатить проценты и выплатить основную сумму долга в указанные даты и адресованы инвесторам в ценные бумаги с фиксированным доходом в любых странах мира. Международные облигации имеют следующие основные характеристики: являются свободно обращающимися инструментами, по ним производятся купонные платежи и они являются публичными ценными бумагами, т.е. зарегистрированными на фондовой бирже.

Приоритетные долговые обязательства имеют преимущества, связанные с более высокой приоритетностью в структуре капитала эмитента по сравнению с субординированными долговыми обязательствами. В случае банкротства выплаты по приоритетным долговым обязательствам должны производиться до того, как начнут производиться выплаты по субординированным долговым обязательствам. Это дает держателям субординированных долговых обязательств право на получение более высоких процентов и в то же время обеспечивает дополнительные преимущества для заемщика.

ПРИОРИТЕТНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Предложения о продаже еврооблигаций являются особенно привлекательными для компаний, которые стремятся привлечь относительно крупные суммы заемных средств, при этом размер эталонной сделки — сумма, эквивалентная $500 млн. Более мелкие выпуски облигаций также широко практикуются эмитентами из СНГ, в особенности

Рис. 1.



Истосник: BNP Paribas

в качестве первых выпусков. Однако обычно считается, что нижний порог целесообразности для организации публичного выпуска находится на уровне $100 млн. Кроме того, привлечение финансовых ресурсов посредством выпуска еврооблигаций позволяет заемщикам продлить срок погашения долга за счет единовременного погашения по фиксированной или плавающей ставке. Выход на рынок еврооблигаций также предоставляет прекрасную возможность для повышения репутации заемщика в среде международных инвесторов.

Стандартный метод выпуска эмиссий из СНГ и, в частности, из России является структурирование выпусков еврооблигаций в виде сертификатов участия в кредите (LPN). По этим условиям российское юридическое лицо выступает в качестве заемщика, а эмитентом является специально созданная для этой цели компания (SPV), находящаяся в стране или на территории с благоприятным налоговым режимом (см. Рис. 1).

Одним из основных требований, касающихся выпуска долговых обязательств на международных рынках заемного капитала, является наличие финансовой истории, соответствующей Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) или Общепринятым принципам бухгалтерской отчетности США (ГААП США), за период продолжительностью не менее двух лет. Заемщик должен быть готов к полному раскрытию информации в отношении его бизнеса и финансового положения. Кроме того, заемщику необходимо получить корпоративные кредитные рейтинги и эмиссионные рейтинги, по крайней мере, от двух из трех основных рейтинговых агентств: Standard & Poors, Moody's и Fitch.

Обычно процедура выпуска еврооблигаций занимает от 2 до 3 месяцев, если это дебютный выпуск для данного эмитента. В этот срок входит комплекс действий, связанных с подготовкой юридической документации и документов, подлежащих публикации, маркетинг с избранными инвесторами, а также выпуск нового займа и установление цены. Продолжительность срока во многом зависит не только от доступности информации и от ключевого персонала со стороны заемщика, но также и от рыночных условий.

Большинство еврооблигаций из России и иных стран СНГ оцениваются по номиналу и имеют фиксированные купоны, которые изменяются пропорционально стандартному коэффициенту 1/8, используемому при ценообразовании облигаций во всем мире. Цены облигаций часто устанавливаются в зависимости от спреда сверх базовой цены. Долговые синдикаты, работающие на развивающихся рынках, в качестве базовой цены (benchmark) обычно используют либо правительственные ценные бумаги, либо средние ставки по процентным свопам — mid swap (кривая свопов дает график процентной ставки, по которой банки с рейтингом АА готовы кредитовать друг друга).

РЫНОК ПРИОРИТЕТНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ ИЗ РОССИИ И СНГ

Международные рынки долгового капитала широко используются российскими эмитентами с ноября 2001 г., когда суверенный рейтинг России был повышен агентством Moody's до уровня Ba3. В связи с этим на международных рынках снизилась стоимость заимствований для российских компаний. С этой даты российские эмитенты в совокупности привлекли на международных рынках средства в размере,

Рис. 2. Новые выпуски еврооблигаций из России, Казахстана, Украины

Источник: Bondware

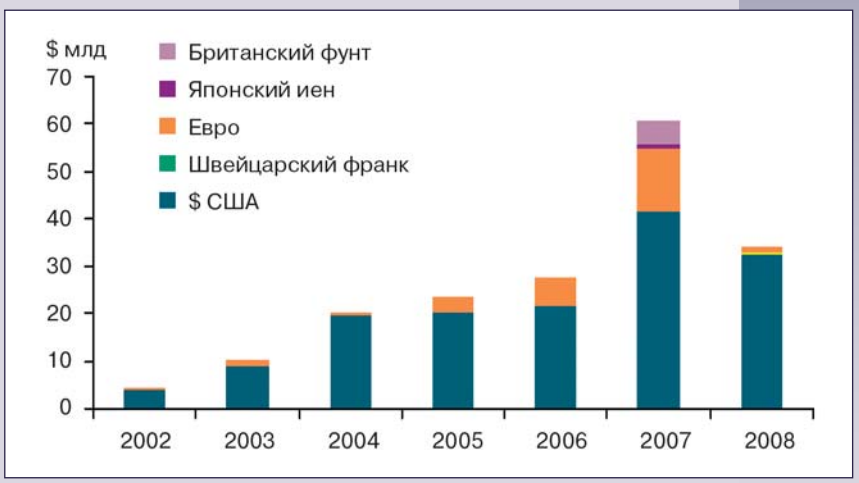
превышающем эквивалент $150 млрд, при этом наблюдалось ежегодное увеличение объема заимствований, пик которого пришелся на 2006–2007 гг.: привлечено $80 млрд. В 2004–2005 гг., вслед за Россией, Украина и Казахстан также начали привлекать финансирование через международные облигации в значительных объемах, и привлекли к настоящему времени средства чуть менее $15 и $30 млрд соответственно. Другие страны СНГ до сих пор имели ограниченный доступ к международным рынкам долгового капитала, — были осуществлены только два выпуска из Грузии и один из Азербайджана с общим объемом на сумму менее $1 млрд.

На Рис. 2 изображена динамика изменения показателей по российским, казахстанским и украинским эмитентам на международных рынках. В то время как в первой половине 2007 г. наблюдался рекордный уровень по выпуску из России — сумма эквивалентна $35 млрд, — глобальный финансовый кризис оказал отрицательное влияние на выпуски во второй половине 2007 г. и в 2008 г. из-за более высокой волатильности и повышения ставок по займам.

Что касается валюты, доллар США являлся естественным выбором для эмитентов из СНГ. Долларовый рынок (доллары США) позволяет эмитентам обращаться к более обширному кругу инвесторов. По мере того как российские заемщики становятся более опытными и расширяют свои потребности в финансировании, российские финансовые институты и компании начинают диверсифицировать валюту заимствований. На сегодняшний день эмитенты воспользовались возможностями рынков евро, британских фунтов, японских иен, а в последнее время и швейцарских франков. Разбивка выпусков еврооблигаций, осуществляемых из России и стран СНГ, по валютам представлена на Рис 3.

Традиционные сроки погашения для первых выпусков эмитента составляют от 3 до 5 лет. Тем не менее, возможно получение финансирования и на более длительные сроки, в особенности для эмитентов с высокими рейтингами. Такая возможность во многом зависит от рыночных условий на момент выпуска и от спроса со стороны инвесторов. В 2008 г. все сделки на долларовом (доллары США) рынке были ориентированы на стандартные сроки погашения 3, 5 или 10 лет в то время, как более ранние выпуски предусматривали сроки погашения продолжительностью до 30 лет для квазисуверенных кредитов.

Рис. 3. Распределение новых выпусков еврооблигаций из СНГ по валюте



Источник: Bondware

ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Трудные рыночные условия продолжают ограничивать появление российских эмитентов на международных рынках капитала. Рынки стали довольно неустойчивыми для эмитентов с периодами полного закрытия для любых новых выпусков, чередующимися с фазами открытия. В эти периоды выпускаются миллиардные объемы новых выпусков, как это происходило в период с апреля по июль 2008 г. В течение этого времени ежемесячно были сделки в объемах, эквивалентных суммам $4–6 млрд. Это явление широко комментировалось как рынок с «окнами», который позволяет осуществить сделку в ограниченные периоды. Трейдеры облигаций развивающихся рынков назвали сентябрь 2008 г. одним из наиболее чрезвычайных месяцев за всю историю рынка, в течение которого риски по России, Украине и Казахстану были ощутимо пересмотрены в сторону увеличения, что будет означать в дальнейшем сокращение числа окон и их длительности и более продолжительные промежутки между ними.

Тем не менее, те, кто инвестирует денежную наличность (real cash investors), например пенсионные фонды и управляющие активами, по-прежнему располагают наличностью для инвестирования, но в трудные времена они размещают ее в «надежных» активах, таких как американские казначейские ценные бумаги. Большинство подобных инвесторов может быть вновь привлечено к приобретению старших долговых обязательств из этого региона, как это происходило в первой половине 2008 г., при условии что им представят новые привлекательные уровни по выпускам. Наибольшее предпочтение будет отдаваться секторам, защищенным государством, и квазисуверенным обязательствам.

ГИБРИДНЫЙ КАПИТАЛ: ЧТО ЭТО ТАКОЕ?

Гибридный капитал — это бессрочный или долгосрочный (обычно не меньше 30 лет) субординированный долговой инструмент с характеристиками, близкими к акциям. Вознаграждение по этому инструменту может выплачиваться с отсрочкой для того, чтобы эмитент имел большую возможность для маневра в случае финансового кризиса. Отсрочка может быть либо кумулятивной (неоплаченные купоны имеют отсрочку до более поздней даты), либо некумулятивной (неоплаченные купоны утрачиваются).

Банки и страховые компании выпускают гибридные инструменты для регулятивных целей (для обеспечения капитала первого и второго уровня (Tier 1, Tier 2), поддержания необходимой кредитоспособности), а также для целей, связанных с оценками компонент акционерного капитала (equity credit) рейтинговыми агентствами. Компании, имеющие рейтинги, выпускают его для поддержания кредитных рейтингов и улучшения своего кредитного профиля без разводнения акционерного капитала. Компании без рейтинга выпускают гибридные инструменты как наиболее экономически эффективные эквиваленты долевых ценных бумаг.

Гибридные инструменты могут выпускаться прямо или косвенно и могут принимать форму привилегированных акций, субординированных долговых бумаг или, по недавнему опыту, приоритетных долговых бумаг (для эмитентов из числа компаний без рейтинга, желающих получить учет капитала по МСФО).

Досрочное погашение инструмента обычно возможно только по опциону эмитента после 5, 7 или 10 лет. Документируется данный долг как стандартная еврооблигация.

Гибридные инструменты могут продаваться институциональным инвесторам или индивидуальным и крупным частным инвесторам. В целом, институциональные инвесторы более разборчивы в отношении структурных особенностей гибридов. Частные инвесторы склонны уделять внимание преимущественно уровню купона.

ЗАРОЖДЕНИЕ РЫНКА: ГИБРИДНЫЙ КАПИТАЛ ДЛЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ

Финансовые институты первыми начали осваивать рынок гибридных инструментов для привлечения капитала, выпуская гибридные ценные бумаги в начале 1990-х. Они чаще эмитировали гибридные инструменты для привлечения капитала, в основном потому что данные ценные бумаги могут быть структурированы как регулятивный капитал.

В 1998 г. Базельскими директивами было принято разрешение для банков относить гибридные инструменты к капиталу первого уровня.

В этих директивах указаны три особенности: долгосрочность, субординированность и гибкость в отношении выплат. Хотя эти директивы были рассчитаны на создание однородной конкурентной среды для всех эмитентов, структурные изменения в инструментах капитала первого уровня возникли из-за разницы в толковании и применении директив национальными регулятивными органами, а также национальных различий в налоговом и корпоративном законодательстве.

Для целей регулирования в настоящее время Центральный банк России (ЦБР) допускает наличие капитала, привлеченного посредством гибридных инструментов, в верхней и нижней части капитала второго уровня (Upper and Lower Tier 2 capital). Во многих других юрисдикциях капитал, привлеченный через гибридные инструменты, может входить в состав капитала первого уровня, что является более сильной формой регулятивного капитала. Ожидается, что гибридные инструменты как капитал первого уровня в конечном итоге будут разрешены ЦБР после того, как будут приняты необходимые законодательные изменения.

ПОСЛЕДНИЕ ШАГИ В РАЗВИТИИ РЫНКА: РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ГИБРИДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

В 2003 г. первыми панъевропейскими сделками с корпоративными гибридными инструментами были Linder и Michelin. Эти первые ценные бумаги были гораздо менее сложными, чем те, которые имеются на рынке в настоящее время, и оказывали лишь незначительное воздействие на состояние бухгалтерского баланса эмитентов.

В 2005 г. корпоративный гибридный капитал приобрел привлекательность как законный финансовый инструмент при значительных объемах выпуска как среди институциональных, так и среди частных инвесторов. Этот продукт был создан для получения более экономически выгодного займа с характеристиками, близкими к акционерному капиталу, для замены эмиссии акций государственными компаниями, такими как Dong и Vattenfall, или для получения финансирования сделок M&A такими компаниями, как Tui и Vinci.

Гибридные инструменты стали привлекательным дополнением к традиционным методам финансирования M&A посредством выпуска акций или долговых обязательств. Многочисленные корпоративные эмитенты сократили размывание капитала своих акционеров путем выпуска гибридного капитала в дополнение к обыкновенным акциям, и финансирование сделок M&A стало одной из основных причин для развития гибридных инструментов.

В 2006 г. гибридные инструменты были использованы такими известными компаниями, как Siemens и General Electric, которые стремились диверсифицировать свои источники финансирования. К настоящему моменту сложились такие структуры, при которых гибридные бумаги регулярно достигают 50–75% от компонент акционерного капитала по оценке рейтинговых агентств и учитываются либо как долг, либо как капитал по МСФО.

В последнее время у корпоративных эмитентов, не имеющих кредитного рейтинга, стали пользоваться популярностью гибридные инструменты, позволяющие снизить затраты при размещении ценных бумаг и учитываемые как акционерный капитал. Эти сделки не ограничены требованиями рейтинговых агентств, поэтому структуры могут быть чрезвычайно удобны для инвесторов.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ ГИБРИДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Для корпоративных эмитентов основной целью выпуска гибридных инструментов является привлечение капитала через более эффективные с точки зрения затрат ценные бумаги, похожие на акции. Это достигается за счет обеспечения того, чтобы проценты по ценным бумагам не облагались налогом, а сами ценные бумаги сохранили характеристики акций для достижения целей эмитента. В зависимости от эмитента цель может заключаться в достижении требуемой оценки компонент акционерного капитала от рейтингового агентства или необходимого учета данного капитала по МСФО.

В частности, следующие характеристики гибридных ценных бумаг являются наиболее схожими с характеристиками акций.

- Долгосрочность: бессрочный или достаточно длительный срок до погашения, со встроенным call-опционом или повышением ставки (step-up), обычно через 5 или 10 лет.
- Субординированность: для оценки капитала рейтинговым агентством гибридные инструменты должны являться субординированными по отношению ко всем старшим кредитам и старшими только по отношению к акционерному капиталу. Субординированность не требуется для учета капитала по МСФО.
- Гибкий подход к платежам: платеж по гибридным ценным бумагам может быть отсрочен ради сохранения наличности в периоды финансовых кризисов.

Каждое рейтинговое агентство имеет собственную методологию. Тем не менее, каждое из них оценивает гибридные инструменты, исходя из перечисленных выше характеристик, чтобы определить, насколько сильно они похожи на акционерный капитал. Затем рейтинговые агентства присваивают гибридному инструменту выраженную в процентах оценку близости к акционерному капиталу. В целом, корпоративные эмитенты склонны уделять больше внимания данной оценке, чем финансовые учреждения. Большинство эмитентов стремится достичь уровня оценки в 50–75%, присваиваемой агентством Moody's и Fitch, и «промежуточного» уровня оценки (равного 50% для компаний или 100% для финансовых учреждений, в зависимости от ограничений), присваиваемого агентством S&P.

Для того чтобы гибридные ценные бумаги могли быть привлекательными для инвесторов в ценные бумаги с фиксированным доходом, им добавлены характеристики, дающие инвесторам уверенность в том, что они получат проценты и основную сумму долга вовремя. На первую возможную дату погашения облигационного займа (первый call-опцион) может быть предусмотрено повышение процентов, что побуждает эмитентов к выкупу ценных бумаг. Как правило, также предусматривается механизм, побуждающий или выплачивать, или не выплачивать дивиденды в определенных ситуациях, позволяющий держателям ценных бумаг получать дивиденды, по крайней мере, не реже, чем выплачиваются дивиденды по обыкновенным акциям.

ПЕРСПЕКТИВЫ ГИБРИДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Нынешние рыночные условия являются сложными для сделок с гибридными ценными бумагами, и многие потенциальные эмитенты ориентированы на получение ликвидности при небольших затратах, а не на выпуск гибридных инструментов для формирования капитала.

В последнее время на корпоративном рынке эмитенты воздерживаются от выпуска гибридных ценных бумаг, отдавая предпочтение менее дорогостоящим долговым инструментам или обыкновенным акциям. В 2008 г. «Дойче Берсе» (Deutsche Börse) использовал гибридные ценные бумаги для восстановления бухгалтерского баланса после слияния, пользуясь удобной для инвесторов структурой.

Эмитенты из числа финансовых институтов продолжали эмиссии для привлечения регулятивного капитала, но на нынешних уровнях некоторые банки не желают или не могут больше привлекать капитал первого уровня с помощью гибридных инструментов.

Тем не менее, многие эмитенты из числа компаний и финансовых институтов по-прежнему планируют в будущем выпускать гибридные инструменты для привлечения капитала. Структурные инновации продолжают делать гибридные инструменты более удобными для инвесторов, и мы ожидаем, что рынок гибридных ценных бумаг будет возрождаться по мере того, как будет улучшаться ситуация с ценообразованием и ситуация на рынках с фиксированным доходом в более широком смысле.