Выпуски еврооблигаций российских компаний в «экзотических» валютах

Никита ГУСАКОВ,
вице-президент,
начальник отдела по организации выпусков рублевых облигаций,
Ситибанк

Никита Гусаков работает в Ситибанке с 2006 г., координируя усилия банка на внутреннем российском долговом рынке. Он участвовал в организации и размещении ряда облигационных выпусков, участвовал в процессе подготовки двух первых выпусков ипотечных облигаций АИЖК на внутреннем рынке, осуществлял координацию размещения облигаций российским и иностранным инвесторам. Никита имеет семилетний опыт работы на долговом рынке. До прихода в Сити работал в Альфа-Банке в должности вице-президента департамента долговых рынков.

Никита закончил Финансовую академию в Москве и бизнес-школу E.M. Lyon во Франции.

Ольга ГОРОХОВСКАЯ,
вице-президент,
корпоративные финансы, Россия и СНГ,
Ситибанк

Ольга Гороховская пришла в Ситибанк в 2007 г. на должность вице-президента, ответственного за исполнение сделок по размещению выпусков еврооблигаций и рублевых облигационных займов, синдицированных кредитов и структурированных финансовых продуктов. Ольга имеет более чем 13-летний опыт работы на рынках капитала. До 2007 г. работала в Альфа-Банке в качестве вице-президента департамента долговых рынков.

Ольга закончила с отличием экономический факультет МГУ им. Ломоносова, имеет степень кандидата экономических наук.

ПРИЧИНЫ ДИВЕРСИФИКАЦИИ ВАЛЮТЫ ЗАИМСТВОВАНИЙ

Бурное развитие рынков долгового капитала, в котором немаловажную роль сыграли и российские заемщики, привело к тому, что традиционная база инвесторов оказалась недостаточно емкой, чтобы безболезненно абсорбировать растущие аппетиты крупнейших российских компаний. Именно этот факт заставил компании задуматься о диверсификации инвесторской базы.

В первую очередь, желание приобрести новых инвесторов подтолкнуло российских эмитентов на «неклассические» рынки заемного капитала, в «нетрадиционные» валюты, отличные от стандартных долговых заимствований в долларах США и евро: швейцарские франки, японские иены, австралийские доллары, английские фунты и даже мексиканские песо.

С другой стороны, для ряда российских заемщиков выход на «нетрадиционные» рынки также стал способом диверсифицировать валютные риски. Логическим решением для компаний, оперирующих в рублевой зоне и получающих в основном рублевую выручку, стал выпуск еврооблигаций, номинированных в рублях. С тех пор как рубль стал конвертируемым и появилась возможность проводить расчеты в рублях в «Евроклире» (Euroclear) и «Клеарстриме» (Clearstream), процедура выпуска еврооблигаций в рублях перестала принципиально отличаться от выпуска еврооблигаций в любой иной твердой валюте. Хотя надо отметить, что и до этого исторического момента (февраль 2007 года) ряд российских эмитентов выходил на рынок с еврорублевыми займами.

Наконец, для каждой компании, выбирающей выпуск в экзотических валютах, могли быть свои внутренние дополнительные причины. Так, например, выпуск «Газпрома» в иенах также продемонстрировал лояльность российского газового монополиста японскому рынку, особенно важную в условиях реализации проекта по разработке месторождений на Сахалине, осуществляемую при частичном финансировании со стороны син-диката японских банков. Другой пример: выпуск Банком Москвы облигаций в швейцарских франках совпал с запуском нового продукта — ипотечных кредитов в той же валюте, таким образом банк закрывал валютные риски.

В то же время рос и аппетит инвесторов к выпускам в локальных валютах. Традиционно иностранные инвесторы предпочитали брать отдельно валютный и кредитный риск. Кредитный риск покупался через различные долговые инструменты компаний с развивающихся рынков и финансовых институтов в твердой валюте (в первую очередь в долларах США), включая еврооблигации, кредитные ноты и иные кредитные деривативы. В то же время инвесторы, ожидающие дальнейшего укрепления локальных валют, очень активно участвовали в валютном рынке.

СПЕЦИФИКА РАЗМЕЩЕНИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ В «ЭКЗОТИЧЕСКИХ» ВАЛЮТАХ

В 2004–2005 гг. мы стали свидетелями постепенной смены тренда и все более активного участия иностранных инвесторов на внутренних рынках различных стран, в том числе на рынке рублевых облигаций. В этот период глобальные инвесторы стали резко увеличивать портфели в локальных валютах, используя их как средство борьбы с падающим долларом. Стимулирующим фактором также послужила либерализация валютного законодательства в ряде стран, позволившая иностранным инвесторам более активно и с меньшими издержками участвовать в локальных размещениях.

При этом инвестиции в локальные рынки были связаны с рядом проблем как юридического, так и инфраструктурного характера. Так, в глазах иностранных инвесторов российский рынок облигаций имел ряд явных недостатков, в том числе:

- рублевые облигации выпускаются в соответствии с российским правом;
- раскрытие информации не соответствует стандартам, принятым на рынке еврооблигаций;
- невозможно производить расчеты по рублевым облигациям в международных системах Euroclear и Clearstream;
- необходимость открытия брокерского счета и счета ДЕПО в России;
- размещение путем проведения аукциона в отличие от принятой на рынке еврооблигаций практики формирования книги заявок;
- невозможность вторичных торгов до регистрации отчета об итогах выпуска;
- более низкая ликвидность внутреннего рынка.

Инструментом, способным удовлетворить интерес инвесторов к риску в локальных валютах, сохраняя при этом привычный формат, и явились еврооблигации, номинированные в иенах, рублях, песо и т.п.

Ситибанк обладает уникальным опытом по организации долгового финансирования в экзотических валютах, включая те, в которых российские заемщики еще не выходили: тайские баты, малазийские ринггиты, израильские шекели и пр. «Сити» очень активно развивал данное направление в Латинской Америке, в частности выступив организатором суверенных облигаций Уругвая и Колумбии, корпоративных облигаций для Unibanco (Бразилия), Telefonica del Peru в локальных валютах.

Надо отметить, что экзотические рынки не очень глубоки с точки зрения объемов привлечения, и при выпуске в формате еврооблигаций дают возможность поднять в эквиваленте до $100–150 млн. Значительно более интересные возможности как с точки зрения объемов привлечения, так с точки зрения более благоприятного ценообразования предлагают так называемые локальные выпуски в национальных валютах, регулируемые внутренними государственными органами — соответствующими Министерствами финансов, Комиссиями по фондовому рынку и т.п.

В Японии для таких выпусков даже есть специальное название — «самурай», в отличие от формата «евроиена».

К сожалению, практически для всех российских заемщиков рынки локальных выпусков закрыты в связи с наличием ряда довольно специфических требований.

Российские заемщики не могут выступать эмитентами собственных бумаг, обращающихся на внешних рынках. Тому есть несколько причин. В частности, выпущенные российским юридическим лицом облигации будут считаться российскими ценными бумагами, подпадающими под юрисдикцию российского Закона о рынке ценных бумаг, который несовместим с процедурами, принятыми в международной практике (в российском праве нет института трасти, нет режима накопительных эскроу-счетов, и многое, многое другое). На практике это означает, что для выпуска на любом внешнем

Выпуски еврооблигаций российских компаний в «экзотических» валютах (кроме $ и евро)

Выпуск	Объем эмиссии, млн	Валюта	Объем эмиссии, $ млн	Дата погашения	Дата окончания размещения	Ставка купона
Банк Москвы, 2009, RUB	5000	RUR	188	25.11.09	17.11.06	7.250%
Банк Москвы, 2011, CHF	250	CHF	228	04.03.11	06.02.08	6.253%
Восточный Экспресс Банк, 2009, RUB	5400	RUR	208	03.07.09	26.06.07	9.875%
ВТБ 2009, RUB	10000	RUR	363	13.04.09	07.04.06	7.000%
ВТБ 2010, GBP	300	GBP	578	15.03.10	07.03.07	6.332%
ВТБ, 2008-3, RUB (private placement)	30000	RUR	1234	28.11.08	27.11.07	7.250%
Газпром, 2010, JPY	20000	JPY	175	15.11.10	31.10.07	2.630%
Газпром, 2012, JPY	30000	JPY	262	15.11.12	31.10.07	2.890%
Газпром, 2013-4, GPB	800	GBP	1589	31.10.13	24.05.07	6.580%
Газпромбанк, 2010, RUB	10000	RUR	377	22.02.10	05.02.07	7.250%
Газпромбанк, 2010-3, CHF	500	CHF	484	13.08.10	30.07.08	6.530%
ЛОКО-Банк, 2009, RUB	3000	RUR	118	24.07.09	17.07.07	10.500%
Пробизнесбанк, 2010, RUB	3000	RUR	117	09.07.10	09.07.07	9.750%
Росбанк, 2009, RUB	7000	RUR	262	30.09.09	22.09.06	8.000%
Россельхозбанк, 2010, CHF	375	CHF	306	29.03.10	07.03.07	3.583%
Россельхозбанк, 2012, CHF	150	CHF	154	30.04.12	04.04.08	6.263%
УРСА банк 2009, HUF (private placement)	4500	HUF	21	11.09.09	11.09.06	10.500%
УРСА банк 2010-2, RUB	5000	RUR	191	26.02.10	16.02.07	9.125%
Совокупный объем, млн USD			6856			

Источник: Cbonds.ru

рынке в качестве эмитента должно выступать либо независимое спецюрлицо, учрежденное в дружественной юрисдикции, в отношении которой действует соглашение об избежании двойного налогообложения (в этом случае облигации выпускаются в форме нот участия в кредите или LPN), либо дочерняя компания, принадлежащая заемщику (в этом случае по облигациям существует гарантия со стороны заемщика и/или ключевых компаний, входящих в группу). В последнем случае эмитент необязательно должен находиться в дружественной юрисдикции, поскольку средства, полученные от облигаций, необязательно пересекают границу РФ.

В то же время, для осуществления выпуска облигаций на большинстве локальных рынков эмитентом должна выступать сама компания-заемщик. Эта компания должна иметь трех-пятилетнюю историю отчетности по международным стандартам (для некоторых рынков это обязательно должен быть US GAAP либо иные признанные стандарты, но в формате GAAP); в ряде стран требуется наличие локального рейтинга (Израиль, Малайзия); иногда существуют ограничения на тип заемщиков (это могут быть правительства, государственные компании, финансовые институты и/или транснациональные корпорации), уровень рейтинга от международных рейтинговых агентств (не ниже А, например)…

Все эти ограничения приводят к тому, что для выхода на зарубежные рынки российские компании выбирают наиболее простой с точки зрения реализации вариант, а именно выпуск еврооблигаций с листингом на одной из европейских бирж, даже в случае выпуска в «экзотических» валютах.

CASE STUDY. ЕВРООБЛИГАЦИИ, НОМИНИРОВАННЫЕ В РУБЛЯХ И ИЕНАХ

ПРИМЕР 1. ВТБ: первый евробонд, номинированный в рублях

Учитывая интерес инвесторов к рублевым активам и желание получить более привычный для них инструмент, «Сити» вышел с идеей вывести на рынок выпуск еврооблигаций, деноминированных в рублях. В апреле 2006 г. «Сити» разместил первый в России выпуск рублевых еврооблигаций для ВТБ.

На тот момент, поскольку рубль не был еще допущен в Euroclear и Clearstream в качестве расчетной валюты, единственно возможным способом структурирования был выпуск, деноминированный в рублях, но с расчетами в долларах США. Таким образом, банк ВТБ получал рублевый кредит от банка-кондуита и в дальнейшем платил купоны также в рублях. Организаторы выпуска выступали также валютными агентами и производили конвертацию рублевого купона в доллары США для инвесторов. Иностранные инвесторы при этом полностью несли валютный риск. В случае невозможности произвести конвертацию обязательства ВТБ по кредиту сохранялись, и он продолжал перечислять купон на специальный счет ностро банка-кондуита в России.

Параметры выпуска:

- Эмитент: Dali Capital PLC
- Заемщик: ОАО «Внешторгбанк»
- Формат:
  еврорубль с фиксированной ставкой
- Рейтинги: A1 / BBB / BBB
- Букраннеры:
  «Сити» / «Барклайз Капитал»
- Дата размещения: 07.04.2006
- Дата погашения: 13.04.2009
- Срок обращения: 3 года
- Размер выпуска: 10 млрд руб.
- Купон: 7%

Особенности сделки:

- Данный выпуск был очень позитивно воспринят инвесторами. ВТБ удалось разместить 10 млрд руб. при книге заявок более 18 млрд руб.
- Изначальный ценовой диапазон 7–7.25% был пересмотрен до 7–7.125% и в результате выпуск был размещен по нижней границе пересмотренного диапазона.
- В 2006 г. данный выпуск получил премию IFR как «Лучший бонд года в регионе EMEA».

ПРИМЕР 2.
УРСА Банк: первый рублевый евробонд частного российского банка

В феврале 2007 г. рубль стал расчетной валютой в Euroclear и Clearstream, что сделало возможным выпуск еврооблигаций с расчетами в рублях. В феврале 2007 г. Газпромбанк и УРСА Банк стали первыми эмитентами, разместившим рублевые еврооблигации с расчетами в рублях. «Сити» выступал совместным организатором выпуска УРСА Банка.

Параметры выпуска:

- Эмитент: Sibacademfinance plc
- Заемщик: УРСА Банк
- Формат:
  еврорубль с фиксированной ставкой
- Рейтинги: B1 (Moody's) / B (Fitch)
- Букраннеры: «Сити» / Стандарт Банк
- Срок обращения: 3 года
- Дата размещения: 26.02.2007
- Дата погашения: 26.02.2010
- Размер выпуска: 5 млрд руб.
- Купон: 9.125%
- Спред к mid-свопам: RUBMS + 312 bps

Особенности сделки:

- Облигации были размещены с дисконтом более 50 б.п. к локальной кривой.
- В результате размещения локальная кривая рублевых облигаций заемщика сдвинулась вниз на 35 б.п.
- Иностранные инвесторы выступили покупателями 95% выпуска, что свидетельствует о преимуществах рублевых еврооблигаций перед локальными инструментами для иностранных инвесторов.

ПРИМЕР 3.
«Газпром»: первый евробонд, номинированный в иенах

31 октября 2007 г. «Газпром» (A3/BBB) открыл японский рынок для российских компаний, разместив первый в истории России и СНГ евробонд, номинированный в иенах. Это был первый евроиеновый бонд для корпоративного заемщика из региона Центральной и Восточной Европы, Среднего Востока и Африки, а также крупнейший номинированный в иенах выпуск заемщика с развивающихся рынков. Совместным букраннером выступал дочерний банк «Сити» — «НиккоСити» (NikkoCiti).

Параметры выпуска:

- Эмитент: Gaz Capital S.A.
- Заемщик: ОАО «Газпром»
- Формат:
  евроиена с фиксированной ставкой
- Рейтинги: A3 / BBB / BBB-
- Букраннеры: «Сити» / «Мизухо»
- Срок обращения: 3 года/ 5 лет
- Дата размещения:
  31.10.2007 / 31.10.2007
- Дата погашения: 15.11.2010 / 15.11.2012
- Размер выпуска: ¥20 млрд / ¥30 млрд
- Купон: 2.63% / 2.89%
- Спред к mid-свопам:
  ¥MS + 154 bps / ¥MS + 160 bps

Особенности сделки:

- После трехдневного road show в Японии облигации были полностью подписаны, а цена была установлена по нижней границе объявленного диапазона — ¥MS + 154–159 bps для трехлетнего транша и ¥MS +160–165 bps для пятилетнего транша.
- Размещение облигаций в иенах явилось частью стратегического плана «Газпрома» по диверсификации источников финансирования, осуществленной после выпуска бумаг в рублях (на локальном рынке), долларах США, евро и английских фунтах.
- Фокус на японском рынке позволил «Газпрому» расширить базу инвесторов и занять устойчивое положение на новом для российских заемщиков поле.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В текущих непростых условиях, когда рынки находятся в стадии сильного шока, вопрос о привлечении ресурсов для компании встает еще более остро. Традиционные источники привлечения средств — еврооблигации в долларах США, двусторонние и синдицированные кредиты — для многих компаний

либо уже исчерпаны, либо близки к истощению. Альтернативным источником привлечения средств могут стать выпуски долговых инструментов в менее распространенных валютах как на международном рынке (в формате еврооблигаций), так и на локальных рынках. Большинству заемщиков, имеющих зарегистрированные программы среднесрочных нот (MTN Programs) для выпуска еврооблигаций в рублях, швейцарских франках или иенах, не надо даже готовить новую документацию. Выход на локальные рынки, безусловно, потребует больших усилий. Но, на наш взгляд, российский эмитент, первым вышедший на новый локальный рынок, сможет получить уникальное преимущество и «снять сливки» с рынка. Кроме того, благодаря внутренней ликвидности некоторые локальные рынки могут оставаться открытыми для первичных размещений, когда международные рынки недоступны. Глобальные банки, имеющие доступ к различным рынкам в разных регионах, имеют возможность эффективно консультировать заемщиков по оптимальной стратегии выхода на рынки капитала, выбору валюты и формата размещения.