Никита ГУСАКОВ,
управляющий директор, DCM, «ВТБ Капитал»

Азиатская экспансия: в поисках альтернатив

В условиях когда западные рынки закрыты для российских эмитентов уже почти год, регулярно встает вопрос, могут ли азиатские рынки служить полноценной альтернативой. На мой взгляд, нет, но они могут стать важным дополнительным источником финансирования.

Тема азиатских рынков сама по себе не нова. Азиатские инвесторы активно покупали российские еврооблигации, особенно в 2005–2007 гг. перед кризисом. После этого их аппетиты заметно упали. Тем не менее, мы регулярно видели участие инвесторов из азиатского региона в самых разных выпусках.

Кроме того, после кризиса 2008 г. встал вопрос о возможной диверсификации источников привлечения финансирования для крупных заемщиков. В 2010 г. ВТБ стал первым российским заемщиком, который вышел на рынок азиатских валют, в июле разместив выпуск в сингапурских долларах, а в декабре того же года — в офшорных юанях. Основными факторами привлекательности этих рынков стали возможность расширения базы группы инвесторов, а также относительно низкая стоимость фондирования после свопа в доллары. С тех пор ВТБ, а также ряд других российских банков регулярно выходили на рынки азиатских валют, в том числе в 2012 г. ВТБ сделал первый выпуск в австралийских долларах.

При этом сами рынки в азиатских валютах динамично развиваются, что связано как с аппетитами самих азиатских заемщиков, так и с ростом активов под управлением в Азии. Крупнейшим и наиболее перспективным рынком является рынок бондов в офшорных юанях — объем выпусков в них вырос в 2014 г. более чем на 100% по сравнению с предыдущим годом.

Почему же крупные российские компании не выходили и не выходят на этот рынок? Давайте сначала ответим на первую часть вопроса. Рынки в азиатских валютах отличаются небольшой глубиной и низким аппетитом к срокам. Традиционно средний объем выпуска в офшорных юанях составлял 1–1,5 млрд юаней, что эквивалентно $150–250 млн. При этом наиболее популярным сроком до погашения у инвесторов является три года. Зачем компаниям уровня «Газ-

прома», «Роснефти», «ВымпелКома» или «Евраза» тратить силы и средства на организацию такого выпуска, если они могли за один раз занять $1–1,5 млрд на десять лет и даже более?

Сейчас ситуация иная, но тем не менее мы не видим российских выпусков в Азии. Почему? Во-первых, ряд эмитентов, попавших под западные санкции, связанные с ограничением на привлечение финансирования, не имеют инфраструктуры для выхода на рынок. Традиционно иностранные заемщики, выходившие на рынки азиатских валют, использовали платформу EMTN-программы. Сейчас это невозможно, и для выхода на азиатский рынок эмитенты должны реплицировать структуру на местном рынке, а это длительный и трудоемкий процесс. Также есть ряд технических моментов — налоги, невозможность прямых выпусков и так далее.

Во-вторых, азиатские инвесторы не живут в вакууме — они часть глобального рынка. Основной спрос идет со стороны частных банков, большая часть из которых входит в международные банковские группы (HSBC, Citi и другие). Они должны оглядываться на мнение своих головных офисов в части аппетита к российскому риску. Единственным исключением является рынок офшорных юаней, где доминируют местные инвесторы.

В-третьих, в отсутствие местных бенчмарков для российских эмитентов инвесторы должны использовать вторичные уровни долларовых бондов для определения справедливой цены выпусков в местной валюте. Текущие уровни российских еврооблигаций на вторичном рынке являются запретительными, и у российских компаний нет желания занимать по таким ставкам.

Несмотря на все сказанное выше, мы видим растущий интерес к азиатским рынкам со стороны российских заемщиков. Они проводят регулярные встречи с азиатскими инвесторами («ВТБ Капитал» в прошлом году организовал несколько NDR в Азии для своих клиентов). Идет диалог с местными регуляторами, причем как на уровне компаний, так и на более высоком уровне. «Газпром» получил рейтинг китайского агентства Dagong.

Решающим фактором будет изменение новостного фона. Азиатские инвесторы точно так же следят за геополитической обстановкой. Для них крайне важным является риск дальнейших санкций со стороны США и Европы. При стабилизации ситуации и уверенности в отсутствии дальнейших санкций азиатские рынки могут первыми открыться для российских эмитентов. Дебютировать на этом рынке могут либо государственные компании, не попавшие под санкции, например РЖД, либо наиболее надежные частные компании, такие как «ЛУКОЙЛ» и «Уралкалий». Наиболее востребованным у них будет рынок офшорных юаней. Мы можем увидеть три-четыре сделки на горизонте шести месяцев общим объем до 5 млрд юаней. Остальные валюты в настоящий момент менее привлекательны, и в них больше доля международных инвесторов.

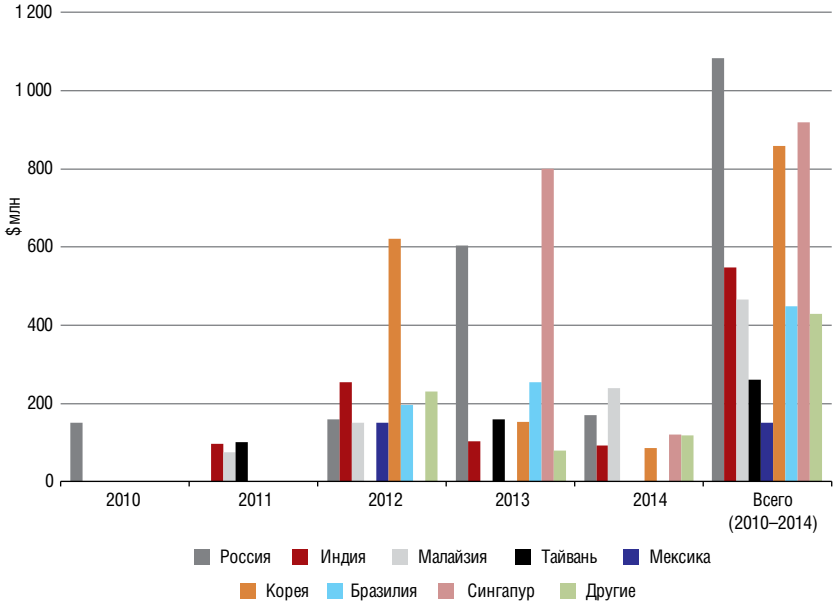

Рисунок 1
Объем выпусков в CNH российскими заемщиками в 2010-2014 гг., по сравнению с другими странами EM

Рисунок 2
Средний объем выпусков российских CNH-бондов