# УЗКИЕ специалисты

*Константин Васильев*

**CBONDS ОПУБЛИКОВАЛО РЕЙТИНГИ БУКРАННЕРОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРВЫЙ КВАРТАЛ 2008 ГОДА. В РЕЙТИНГАХ ОРГАНИЗАТОРОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ БЫЛО УЧТЕНО ТОЛЬКО 6 ЭМИССИЙ ЕВРООБЛИГАЦИЙ НА ИСТОРИЧЕСКИ МИЗЕРНУЮ СУММУ $710 МЛН. РАЗВИВАЮЩИЙСЯ КРИЗИС НА МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ ПРОДЕРЖАЛ ПЕРВИЧНЫЕ ПУБЛИЧНЫЕ РЫНКИ ЗАКРЫТЫМИ ВЕСЬ ПЕРВЫЙ КВАРТАЛ, ОСТАВИВ ЛИШЬ УЗКУЮ ЛАЗЕЙКУ ДЛЯ ЧАСТНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ. ПРИОТКРЫТЬ ДВЕРИ УДАЛОСЬ В НАЧАЛЕ ВТОРОГО КВАРТАЛА ТОЛЬКО «ТИТАНУ» ЕВРООБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА — КОМПАНИИ «ГАЗПРОМ».**

## РОССИЯ

Заемщиками из России в первом квартале размещено 6 эмиссий на $710 млн, и из них только две эмиссии размещены не в виде кредитных нот (CLN), но последние также предполагали частное размещение. Субординированные десятилетние ноты Промсвязьбанка хоть и имели листинг на Лондонской бирже, по словам букраннеров, были размещены среди узкого круга инвесторов. Ноты Банка Москвы, номинированные в швейцарских франках, были размещены по более чем 150 счетам, но в сделке поучаствовало всего три институциональных инвестора, к тому же, сам швейцарский рынок можно считать частным даже по сравнению с еврорынком.

Эмитентами кредитных нот в первом квартале стали три компании из сектора строительства и девелопмента: РТМ, «Открытые инвестиции» и Gofra, и одна из нового сектора для еврооблигационного рынка, сервисная компания нефтегазового сектора «Сибирская Сервисная Компания». Наиболее удачным из данного ряда можно считать размещение нот компании «Открытые инвестиции» на 5 лет под 10.45%, таким благосклонным отношением инвесторов компания обязана в первую очередь своему основному акционеру — ФПГ «Интеррос». Другие заемщики занимали на меньший срок — 2–3 года, под более высокую ставку и в сделке предусматривался опцион; а ноты РТМ к тому же размещены по 90% от номинала.

Традиционно на рынке кредитных нот высокие позиции занимали российские участники: МДМ-Банк, ИБ «ТРАСТ», «Ренессанс», что в совокупности с отсутствием публичного рынка позволило одному из них — ИБ «ТРАСТ» — занять первое место не только в рейтинге по кредитным нотам, но и в общем рейтинге еврооблигаций. Сохранить же свои позиции в рейтинге на сопоставимых уровнях удалось лишь лидеру рейтинга по итогам прошлого года — ABN AMRO, занявшему третье место с двумя сделками.

Сегмент сделок по секьюритизации также ушел в частный формат. Так, в первом квартале были две частные сделки по предоставлению предварительного финансирования warehouse и одна сделка CDO. Warehouse не включаются в рейтинг, так как по структуре это предоставление кредита, а не размещение нот; CDO не включаются в рейтинг организаторов еврооблигаций по причине того, что это структурная сделка, в которой размещение еврооблигаций является лишь одним из составных элементов. В январе и марте в два этапа было предоставлено финансирование в рамках секьюритизации факторинга компании «Еврокоммерц» на 11.75 млрд руб., букраннер — Deutsche Bank. А также проведена секьюритизация автокредитов МБРР на 1.45 млрд руб. с помощью UniCredit. «Атон UniCredit» в конце 2007 года — начале 2008 года закрыл сделку CLO TransAlp 2 Securities на портфель кредитов АКБ «Московский залоговый банк» для малого и среднего бизнеса (SME), выданных под гарантию муниципалитетов Московской области. В процессе закрытия находится сделка «КИТ Финанс» по секьюритизации ипотеки RUMBA S.A. на 6.82 млрд руб., проводимая с помощью Morgan Stanley.

Спад первичного рынка еврооблигаций связан с мировым кредитным кризисом и неопределенностью вокруг ценовых уровней на долги развивающихся рынков. Надежды на выправление ситуации начали появляться лишь в начале второго квартала: на рынок вышел «Газпром» с займом на 1.5 млрд руб., установивший своим выходом ценовые ориентиры для других групп заемщиков. Хотя на публичный рынок за ним последовал лишь новый суверен на рынке СНГ — Грузия, удачно разместившая индикативный объем на тех же уровнях, что и российский квазисуверен. В то же время, рынок увидел ряд крупных частных сделок на общую сумму около $700 млн: Россельхозбанк занял на швейцарском рынке, Народный Банк Казахстана — индикативный объем на частном сегменте рынка по правилу 144А, «Сибирьтелеком» успешно разместил CLN с доходностью 9.25% к пут-опциону через полтора года. Таким образом, рейтинг по

**Россия, еврооблигации**

| № '1Q 08 | № '07 | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Кол-во эмитентов | Кол-во эмиссий | Эмиссии |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 15 | Инвестиционный банк «ТРАСТ» | 232 | 3 | 3 | Gofra, 2011 (CLN); РТМ, 2011 (CLN); «Сибирская Сервисная Компания», 2010 (CLN) |
| 2 | 5 | UBS | 228 | 1 | 1 | Банк Москвы, 2011, CHF (LPN) |
| 3 | 1 | ABN AMRO | 100 | 2 | 2 | Промсвязьбанк, 2018 (LPN); «Сибирская Сервисная Компания», 2010 (CLN) |
| 4 | 14 | ING Wholesale Banking Лондон | 100 | 1 | 1 | «Открытые инвестиции», 2013 (CLN) |
| 5 | 16 | HSBC | 50 | 1 | 1 | Промсвязьбанк, 2018 (LPN) |
| | | Итого | 710 | | | |

итогам полугодия дополнится такими традиционными именами, как Citigroup, Morgan Stanley, JP Morgan и МДМ-Банк, улучшит свои позиции UBS.

Мы ожидаем некоторое оживление на первичных рынках во втором квартале, по крайней мере, мы увидим больше публичных сделок инвестиционного уровня: «Газпром» намерен привлечь еще около $4 млрд в текущем году, и столько же приходится на других квазисуверенов. На рынке секьюритизации заявлены планы почти на $10 млрд, о кредитных нотах объявили заемщики на общую сумму $4 млрд, половина с назначенными организаторами. По нашим оценкам, совокупный объем выпуска по итогам второго квартала может достигнуть $10 млрд.

## ЕВРОРУБЛЕВЫЙ РЫНОК

**Мировой рынок, еврооблигации, номинированные в рублях**

| № '1Q 08 | № '07 | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Кол-во эмитентов | Кол-во эмиссий | Эмиссии |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1 | RBC Capital Markets | 229 | 2 | 2 | EBRD, 2012, RUR; World Bank, 2010, RUR |
| 2 | 5 | TD Securities | 52 | 1 | 1 | KfW, 2012, RUR |
| 3 | - | UniCredit Group | 26 | 1 | 1 | UniCredit Group, 2013, RUR (FRN) |
| 4 | - | Goldman Sachs | 20 | 1 | 1 | Goldman Sachs, 2009, RUR |
| | | Итого | 327 | | | |

Достаточно стабильно себя чувствует рынок еврооблигаций, номинированных в рублях. В общей сложности было привлечено 18.4 млрд руб., или $780 млн: кредитные ноты Gofra выпущены на 1.35 млрд руб. на 3 года, привлечение финансирования в виде warehouse на сумму 13.2 млрд руб., облигации международных организаций размещены на 3.85 млрд руб. В начале второго квартала уже на 1.5 млрд были доразмещены выпуски World Bank и KfW, готовится warehouse почти на 7 млрд руб.

На мировом рынке еврооблигаций, номинированных в рублях, крупные сделки в основном шли в виде доразмещений, поэтому лидер среди организаторов не изменился — RBC Capital Markets. Из-за доразмещений KfW на втором месте оказался TD Securities. UniCredit Group и Goldman Sachs разместили собственные небольшие выпуски. Объем нот Goldman Sachs, индексированных по курсу USD/RUB, может быть увеличен до 2.47 млрд руб., а UniCredit — первая международная организация, не считая трех местных выпусков ЕБРР, которая разместила еврооблигации в рублях под плавающую ставку MOSPRIME.

С ростом местной базы инвесторов в еврооблигации и привлекательности национальной валюты мы ожидаем хорошие показатели по данному сегменту рынка — до $5 млрд по всем типам сделок. Так, в 2006 году было размещено эмиссий, номинированных в рублях, на $2.3 млрд, а в 2007 году уже закрыто сделок на $7.3 млрд (с учетом CDO и warehouse, еврооблигаций международных организаций).

## МИРОВОЙ РЫНОК

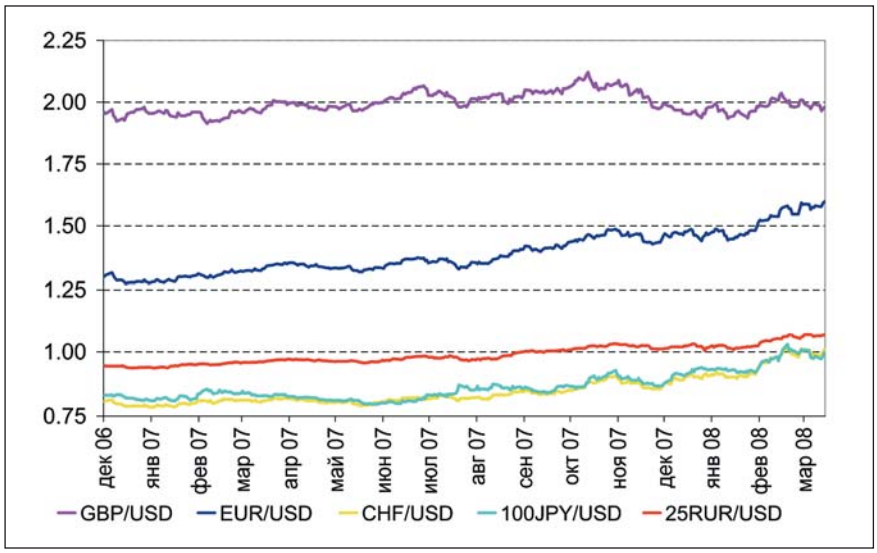
Совокупный объем новых эмиссий еврооблигаций, размещенных в первом квартале на мировом рынке, по данным EuroWeek и Dealogic, составил порядка $750 млрд, или около 27% от итогов 2007 года. Рынок еврооблигаций показывает хорошие, сравнимые с докризисными, результаты, несмотря ни на проблемы с ликвидностью, ни на снижение склонности к риску. Своей устойчивостью рынок обязан гибкости инструмента перед запросами заемщиков.

**Организаторы еврооблигаций на мировом рынке в основных валютах, ТОП10**

| Рейтинг организаторов в $ | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов в EUR | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов в GBP | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов в CHF | Объем эмиссий,, млрд $ | Рейтинг организаторов в JPY | Объем эмиссий, млрд $ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| JP Morgan | 53.3 | Deutsche Bank | 29.1 | HSBC | 9.21 | Credit Suisse | 5.24 | Daiwa Securities SMBC | 2.00 |
| Merrill Lynch | 39.7 | UBS | 22.5 | Royal Bank of Scotland | 9.15 | UBS | 4.15 | Citigroup | 1.78 |
| Citigroup | 34.1 | Royal Bank of Scotland | 18.9 | Barclays Capital | 7.48 | Royal Bank of Scotland | 1.46 | Barclays Capital | 1.76 |
| Deutsche Bank | 31.0 | Barclays Capital | 18.5 | RBC Capital Markets | 4.03 | BNP Paribas | 1.18 | Mitsubishi UFJ Securities | 1.50 |
| Barclays Capital | 29.3 | JP Morgan | 16.3 | Deutsche Bank | 2.97 | HVB Bank | 0.68 | Morgan Stanley | 1.31 |
| Goldman Sachs | 28.2 | BNP Paribas | 16.2 | JP Morgan | 2.74 | Deutsche Bank | 0.60 | Nomura Securities | 1.06 |
| Morgan Stanley | 25.2 | Citigroup | 15.5 | UBS | 2.48 | Verband Schweizerischer Kantonalbanken | 0.42 | Mizuho Financial Group | 0.78 |
| Lehman Brothers | 24.3 | Societe Generale | 15.1 | BNP Paribas | 2.41 | Mitsubishi UFJ Securities | 0.28 | Royal Bank of Scotland | 0.65 |
| Bank of America Securities | 22.8 | HSBC | 13.5 | Morgan Stanley | 2.14 | Zurcher Kantonalbank | 0.25 | JP Morgan | 0.63 |
| HSBC | 18.9 | Goldman Sachs | 11.1 | Credit Suisse | 1.64 | Basler Kantonalbank | 0.17 | Commerzbank Group | 0.47 |
| Итого по ТОР10 | 306.9 | | 176.6 | | 44.25 | | 14.42 | | 11.93 |
| Общий итог | 365.3 | | 275.2 | | 49.04 | | 14.53 | | 13.90 |
| Отношение итога по 1 кварталу к 2007 году | 29% | | 25% | | 18% | | 27% | | 192% |

*Источник: EuroWeek по данным Dealogic. Расчеты: Cbonds*

*Динамика основных валют по отношению к доллару США*




В первом квартале 2008 года предпочтения заемщиков относительно валюты заимствований практически не изменились: эмитенты по-прежнему предпочитали занимать в ослабевающей валюте — долларе США, доля данной валюты в совокупном объеме выросла с 47% по итогам года до 51%. Доля евро и фунта незначительно снизилась, японской иены — выросла до 2%. Отметим абсолютный рост заимствований в иене: за 1 квартал было размещено в 2 раза больше, чем за весь 2007 год. Данный рост вместе с небольшим ростом по швейцарскому франку может быть вызван поиском новых инвесторов в условиях нехватки ликвидности в более традиционных валютах.

Заемщики из стран СНГ также осваивают новые группы инвесторов через займы в нетрадиционных долларах или евро. Так, практически одинаковой популярностью пользуются франки и евро: на данный момент размещено 5 эмиссий в иенах на 130 млрд иен, или около $1.3 млрд, и 4 эмиссии в швейцарских франках на 1.5 млрд франков, или около $1.4 млрд. Английский рынок был более популярен в начале 2007 года — было 5 сделок на 1.9 млрд фунтов, или $3.7 млрд.

Лидером первого квартала стал JP Morgan, возглавивший список организаторов в долларах США с объемом эмиссий в данной валюте на $53 млрд и совокупным объемом в $73 млрд, или около 10% рынка. Более $50 млрд также разместили такие банки, как Deutsche Bank, Barclays Capital и Citigroup, которые, как правило, присутствуют на рынках всех основных валют.

Отметим достаточно высокую концентрированность рынка: на топ-10 во всех валютах, кроме евро, приходится более 85% от общего объема эмиссий. Выше всего концентрация на достаточно «частном» рынке швейцарского франка — на топ-10 приходится 99% рынка, ниже всего на рынке евро — всего две трети рынка.

С точки зрения типов еврооблигаций можно выделить рынок бумаг с плавающей ставкой, занимающий 22% от совокупного объема новых эмиссий по итогам первого квартала и 28% по итогам 2007 года. Лидирует на данном сегменте также JP Morgan, второе и третье место у Deutsche Bank и Barclays Capital, на еврорынке по данным бумагам лидирует Royal Bank of Scotland.

Объем новых эмиссий облигаций с покрытием составил почти $100 млрд, или 37% от итогов прошлого года. Относительный рост данного сегмента может быть определен более высоким спросом в условиях кризиса на обеспеченные бумаги. На данном сегменте лидируют Deutsche Bank, UBS, Natixis. На субординированный долг в первом квартале пришлось $35.5 млрд новых эмиссий, или только 16% от итогов 2007 года. Лидеры: Barclays Capital, Bank of America Securities, Citigroup.

**Ведущие организаторы на мировом рынке по видам еврооблигаций**

| Рейтинг организаторов с пост. купоном в $ | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов FRN в $ | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов FRN в EUR | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов облигаций в EUR с покрытием | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов субординир. облигаций | Объем эмиссий, млрд $ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| JP Morgan | 29.7 | JP Morgan | 23.6 | Royal Bank of Scotland | 7.79 | Deutsche Bank | 7.03 | Barclays Capital | 6.0 |
| Citigroup | 28.7 | Deutsche Bank | 15.8 | Deutsche Bank | 5.02 | UBS | 6.42 | Bank of America Securities | 6.0 |
| Merrill Lynch | 26.0 | Barclays Capital | 14.3 | Barclays Capital | 4.25 | Natixis | 6.15 | Citigroup | 5.7 |
| Lehman Brothers | 22.3 | Merrill Lynch | 13.7 | Societe Generale | 3.25 | Royal Bank of Scotland | 4.91 | Credit Suisse | 2.7 |
| Goldman Sachs | 22.3 | HSBC | 10.6 | Goldman Sachs | 1.97 | BNP Paribas | 4.79 | HSBC | 2.0 |
| Morgan Stanley | 15.8 | Morgan Stanley | 9.3 | JP Morgan | 1.79 | Barclays Capital | 3.99 | JP Morgan | 1.8 |
| Deutsche Bank | 15.0 | Royal Bank of Scotland | 7.2 | Danske Bank | 1.35 | Credit Suisse | 3.78 | Merrill Lynch | 1.6 |
| Barclays Capital | 15.0 | Bank of America Securities | 5.8 | Natixis | 1.16 | Caja Madrid | 3.75 | BNP Paribas | 1.5 |
| Credit Suisse | 12.0 | Citigroup | 5.4 | Morgan Stanley | 1.11 | EBN Banco de Negocios | 3.75 | UBS | 1.5 |
| UBS | 9.5 | Goldman Sachs | 5.4 | Calyon | 1.01 | Calyon | 3.58 | Calyon | 1.3 |
| Итого по TOP-10 | 196.4 | | 111.1 | | 28.69 | | 48.15 | | 30.1 |
| Общий итог | 237.3 | | 117.5 | | 37.63 | | 95.87 | | 35.5 |

*Источник: EuroWeek по данным Dealogic. Расчеты: Cbonds*