Перешли на новый УРОВЕНЬ

Константин Васильев

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ АГЕНТСТВО CBONDS ПОДВЕЛО ИТОГИ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2008 ГОДА НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И ОПУБЛИКОВАЛО РЕЙТИНГИ БУКРАННЕРОВ. РЫНОК, НЕ РАБОТАВШИЙ В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ, БЫЛ УСПЕШНО ОТКРЫТ В АПРЕЛЕ КВАЗИСУВЕРЕННЫМ ДОЛГОМ. НОВЫЕ ЦЕНОВЫЕ УРОВНИ «ПРИШЛИСЬ ПО КАРМАНУ» ЛИШЬ КРУПНЫМ КОМПАНИЯМ И БАНКАМ С РЕЙТИНГОМ НЕ НИЖЕ BB, ОСТАЛЬНЫЕ КОМПАНИИ ДОВОЛЬСТВУЮТСЯ ЧАСТНЫМ ХАРАКТЕРОМ РАЗМЕЩЕНИЙ.

РОССИЙСКИЙ СЕГМЕНТ

В рейтингах организаторов еврооблигаций было учтено 37 эмиссий еврооблигаций, выпущенных 28 эмитентами из России на общую сумму около $15.7 млрд. В прошлом году за аналогичный период было привлечено $26 млрд, размещено 80 эмиссий; за весь 2007 год — $38.5 млрд, 118 эмиссий. Объемы размещений достаточно сильно сократились начиная с четвертого квартала 2007 года из-за мирового кредитного кризиса, но с апреля 2008 года мы видим некоторое улучшение ситуации и расширение представленности различных групп заемщиков.

Россия, еврооблигации. Топ-15

№ 1П'08	№ '07	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	4	Deutsche Bank	2 361	3	5
2	3	Citigroup	2 333	5	8
3	1	ABN AMRO/ RBS	1 583	6	9
4	7	JP Morgan	1 425	3	3
5	5	UBS	1 127	4	6
6	18	BNP Paribas	1 024	2	3
7	6	Morgan Stanley	879	2	4
8–9	28	Calyon	750	2	4
8–9	8	Barclays Capital	750	3	4
10	11	Goldman Sachs	583	1	2
11	16	HSBC	500	3	4
12	14	ING Wholesale Banking Лондон	400	2	4
13	2	Credit Suisse	350	2	2
14	19	МДМ-Банк	290	2	2
15	15	Инвестиционный банк ТРАСТ	269	4	4
		Итого	14 624		

В начале второго квартала 2008 года на фоне некоторой стабилизации макроэкономической ситуации рынок был открыт сначала «Газпромом» для корпораций, а потом и ВТБ для государственных банков и для компаний, близких к инвестиционному уровню. Главное, что они дали первичному рынку, — это новые ценовые ориентиры. Премия к прошлым уровням квазисуверенов в долларах, по разным оценкам, составила около 100 б.п. Переоценка на частном сегменте стала чуть больше — около 150–200 б.п. Но несмотря на явное удорожание заемных средств, рынок увидел, что спрос на долг есть, а возможности по привлечению новых средств и рефинансированию увеличились. Компании стали активнее проводить road show и заявлять о своих планах.

В качестве еще одного следствия кризиса участники рынка отмечают удорожание комиссий банков-организаторов за размещение. Этим, видимо, частично обосновывается тиражирование двухтраншевой структуры крупными эмитентами: компании занимают максимальную сумму, экономя на road show и комиссиях. С подобными сделками на общую сумму $7.25 млрд на рынок вышли «Газпром», «Вымпелком», «ЕвразХолдинг» и Россельхозбанк. ВТБ решил не разбивать

эмиссию на два транша и вышел с десятилетним выпуском, крупнейшим среди корпоративных еврооблигаций в СНГ, на $2 млрд, пойдя на некоторый компромисс с инвесторами, включив в сделку пятилетний пут-опцион. С коротким выпуском на три года ВТБ вышел чуть позже, заняв 1 млрд евро. С индикативными выпусками на $500 млн вышли государственные Сбербанк России и Газпромбанк.

Работа с данными крупнейшими сделками помогла сохранить лидирующие позиции Citigroup, ABN AMRO (RBS) и UBS. Первое место по итогам полугодия занял Deutsche Bank, улучшив свои позиции по отношению к итогам прошлого года на три строчки за счет работы с выпусками «Евраза» и ВТБ. Работа на данном сегменте также помогла подняться в рейтинге до топ-10 французским банкам BNP Paribas и Calyon.

В банковском секторе с неинвестиционным уровнем рейтинга сделок было не так много, но работа с данными клиентами позволила JP Morgan подняться с седьмого на четвертое место. А вот Credit Suisse только с двумя сделками в данном сегменте спустился со второго места на 13. Во втором квартале на рынок вышли АК БАРС Банк, Альфа-Банк, ХКФ Банк и ТрансКредитБанк, заняв в сумме около $1.5 млрд.

Остальные сделки можно считать «условно частными». Банк Москвы и Россельхозбанк вышли через UBS на швейцарских инвесторов, в начале июля к ним присоединился и Газпромбанк. BCP Securities продолжает успешно закрывать короткие выпуски с рейтингом уровня B: РосЕвроБанк, «Нутринвестхолдинг», Финансовая Лизинговая Компания. Ханты-Мансийский банк и Промсвязьбанк провели размещение субординированных десятилетних нот также среди узкого круга инвесторов.

ЕВРОРУБЛЕВЫЙ РЫНОК

Еврорублевый рынок показывает двоякую тенденцию. С одной стороны, российские заемщики сократили объемы заимствований в два раза по отношению к аналогичному периоду 2007 года, с другой стороны, международные организации заняли уже 60% от общего объема размещений за 2007 год.

Сокращение по России в основном связано со снижением активности на рынке кредитных нот и секьюритизации — основных сегментах, где занимали в рублях. В связи с этим в очередной раз участники рейтинга значительно поменялись местами. Возглавил рейтинг «Ренессанс Капитал» с эмиссией ЮТК на 3.5 млрд руб., еще с одними CLN в рейтинг попал «ТРАСТ». Остальные участники оказались в рейтинге благодаря двум сделкам по секьюритизации.

Россия, еврооблигации, номинированные в рублях

№ 1П'08	№ '07	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	14	Ренессанс Капитал	148	1	1
2–3	–	КИТ Финанс Инвестиционный банк	129	1	2
2–3	–	Morgan Stanley	129	1	2
4–5	1	ВТБ (включая VTB Bank Europe (MNB))	87	1	1
4–5	–	Deutsche Bank	87	1	1
6	–	Инвестиционный банк ТРАСТ	57	1	1
		Итого	637		

Мировой рынок, еврооблигации, номинированные в рублях

№ 1П'08	№ '07	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	1	RBC Capital Markets	220	4	4
2	5	TD Securities	178	2	2
3	3	JP Morgan	164	2	2
4	9	Deutsche Bank	110	3	4
5	–	UniCredit Group	26	1	1
6	–	Goldman Sachs	20	1	1
		Итого	718		

Международные организации, в свою очередь, слегка изменили практику заимствований на рынке и начали выходить не с новыми эмиссиями, а с доразмещениями. Объем доразмещений составил около $320 млн, что чуть меньше половины совокупного объема выпуска. Основные заемщики на рынке — World Bank, ЕБРР, KfW. Среди новых заемщиков на рынке можно отметить Rentenbank, IDB, Goldman Sachs и UniCredit Group. Состав участников рейтинга изменился незначительно, лидерство на рынке продолжает удерживать канадский банк RBC Capital Markets.

На конец первого полугодия 2008 года объем эмиссий еврооблигаций международных организаций, номинированных в рублях, составляет около 52.3 млрд руб., или $2.1 млрд, у российских компаний выпущено на 100 млрд руб. больше, или в общей сумме на $6.5 млрд. Мы ожидаем дальнейшее стабильное развитие данного сегмента и увеличение количества сделок с плавающим купоном.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ И КРЕДИТНЫЕ НОТЫ

Существенно сократилось число сделок на рынке кредитных нот и секьюритизации. Отличительной чертой данных рынков по сравнению с прошлым годом стал более частный характер сделок, деньги предоставляются небольшим количеством инвесторов — иногда эмиссии готовятся для одного-двух

Россия и страны СНГ, ABS

№ 1П'08	№ '07	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1–2	–	Morgan Stanley	129	1	2
1–2	–	КИТ Финанс Инвестиционный банк	129	1	2
3	8	UBS	110	1	2
4–5	–	ВТБ (включая VTB Bank Europe (MNB))	87	1	1
4–5	–	Deutsche Bank	87	1	1
		Итого	542		

Россия и страны СНГ, CLN

№ 1П'08	№ '07	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	3	МДМ-Банк	290	2	2
2	2	Инвестиционный банк ТРАСТ	269	4	4
3	1	Ренессанс Капитал	248	2	2
4	5	ING Wholesale Banking Лондон	150	1	2
5	10	JP Morgan	110	1	1
6	–	ABN AMRO/ RBS	50	1	1
		Итого	1 117		

Россия и страны СНГ, еврооблигации. Топ-15

№ 1П'08	№ '07	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	3	Citigroup	3 333	6	10
2	1	ABN AMRO/ RBS	2 583	7	11
3	5	Deutsche Bank	2 486	4	6
4	6	JP Morgan	2 035	6	6
5	2	UBS	1 962	8	12
6	4	Credit Suisse	1 350	3	4
7	15	BNP Paribas	1 024	2	3
8	7	Morgan Stanley	905	3	5
9–10	12	Barclays Capital	750	3	4
9–10	31	Calyon	750	2	4
11	14	Goldman Sachs	583	1	2
12	10	ING Wholesale Banking Лондон	550	3	5
13	11	HSBC	500	3	4
14	21	МДМ-Банк	290	2	2
15	19	Инвестиционный банк ТРАСТ	269	4	4
		Итого	19 370		

инвесторов. CLN были выпущены на $1.1 млрд (за 2007 год — $4.1 млрд), сделки по ABS закрыты на $550 млн (за 2007 год — $3.8 млрд).

По рынку секьюритизации отметим, что объем предварительного финансирования (warehouse) и частных сделок составил еще $900 млн, что в сумме с публичными сделками говорит о более хорошем положении дел и перспективах рынка, чем кажется по публичным сделкам.

Из позитивных моментов на рынке секьюритизации выделим появление новых секьюритизируемых активов: факторинг в России и автокредиты в Украине. Deutsche Bank и ВТБ сначала закрыли warehouse на 9 месяцев для «Еврокоммерца» на 11.75 млрд руб., потом разместили публичную трехлетнюю эмиссию для МФК «ТРАСТ» на 4.1 млрд руб. В Украине пионером по автокредитам, как и по ипотеке, стал ПриватБанк со сделкой на $110 млн, организованной UBS. В России предварительное финансирование секьюритизации автокредитов провел МБРР через UniCredit на 1.45 млрд руб. с возможностью увеличения сделки до $200 млн.

Определенную стабильность показал сегмент секьюритизации ипотеки. Правда, в основном сделки носили частный или условно публичный характер размещения. Так, «КИТ Финанс» разместил с помощью Morgan Stanley сначала ноты с рейтингом и листингом на 6.05 млрд руб. среди узкого круга инвесторов, затем провел частное размещение транша А еще одного выпуска с погашением в 2048 году на 4.75 млрд руб. Русский Ипотечный Банк также провел частное размещение RMBS кредитов Собинбанка на $140 млн с помощью Credit Suisse. На местном рынке секьюритизации ипотеки вторую сделку закрыла АИЖК, разместив через компанию «Второй ипотечный агент АИЖК» облигации более чем на 10 млрд руб.

На глобальное снижение популярности сегмента секьюритизации среди инвесторов рынок отреагировал более значительным повышением стоимости заимствований, чем на других сегментах. По новым сделкам секьюритизации переоценка составила около 300–400 б.п., что для многих заемщиков стало резоном отложить сделки до лучших времен.

СЕГМЕНТ СТРАН СНГ

Заемщикам стран СНГ досталось больше негативных последствий от кризиса, чем российским компаниям. Больше всего от кредитного кризиса пострадали казахстанские заемщики, для которых рынок еврооблигаций оказался закрытым. Но при этом два заемщика — Народный Банк Казахстана (Халык банк) и «КазМунайГаз» — все-таки смогли найти окно на рынке и успешно в нем разместить индикативные объемы. Работа с «КазМунайГазом» помогла Credit Suisse подняться в рейтинге существенно выше, чем по России — до шестой строчки. А остальные два букраннера по данной сделке на $3 млрд — Citigroup и ABN AMRO (RBS) — смогли обойти Deutsche Bank в сводном рейтинге по СНГ.

В украинском сегменте дела обстоят чуть получше: три сделки на $600 млн прошли в первом полугодии, еще две сделки — в начале июля на $500 млн. Лидирует на рынке по-прежнему UBS, разместивший УкрСиббанк, Альфа-Банк Украина и ПриватБанк. Вторую эмиссию конвертируемых нот провел ING для компании «XXI Век».

Небольшую динамику показал сегмент заемщиков из стран кавказского региона. Наиболее активным здесь был JP Morgan, разместивший CLN Банка Грузии и вместе с UBS открывший нового суверена на рынке СНГ — Грузию. Впоследствии JP Morgan начал даже рассчитывать спред EMBI Global по Грузии. Две небольшие сделки прошли в Азербайджане: Morgan Stanley разместил небольшую, но публичную эмиссию LPN Техника-банка, а в начале июля Raiffeisen Zentralbank разместил CLN банка «Республика» на $50 млн.

По сегменту стран СНГ сложно прогнозировать динамику размещения новых выпусков в связи со сложной экономической обстановкой внутри самих стран и низким средним уровнем кредитных рейтингов, не пользующихся на данный момент спросом. Но примеры успешных размещений «КазМунайГаза» и некоторых банков могут говорить о том, что единичные сделки все же будут проходить на рынке, но только для эмитентов наилучшего кредитного качества. Ожидается и более широкое распространение заимствований в виде CLN.

МИРОВОЙ РЫНОК

Совокупный объем новых эмиссий еврооблигаций, размещенных в первом полугодии на мировом рынке, по данным EuroWeek и Dealogic, составил порядка $1.9 трлн, или около 60% от итогов 2007 года. Рынок еврооблигаций в абсолютном выражении вернул позиции, слегка утерянные в первом квартале, и возвращается к докризисным уровням.

Лучшие организаторы еврооблигаций на мировом рынке, 1 полугодие 2008, Топ-15

Рейтинг букраннеров	№, 2007	Объем эмиссий, $ млрд	Рейтинг соорганизаторов и менеджеров	Объем эмиссий, $ млрд	Рейтинг по субординир. еврообл.	Объем эмиссий, $ млрд	Рейтинг по конвертир./обменив. выпускам, EMEA	Объем эмиссий, $ млрд	Рейтинг по доходу от размещений	Доход, $ млн
JP Morgan	4	172	Royal Bank of Scotland	45	JP Morgan	17	Morgan Stanley	4.8	Royal Bank of Scotland	242
Barclays Capital	2	160	HSBC	42	Merrill Lynch	14	Goldman Sachs	3.4	UBS	212
Deutsche Bank	1	151	BNP Paribas	39	Citigroup	13	JP Morgan	2.7	Deutsche Bank	205
Royal Bank of Scotland	6	127	UBS	38	Bank of America	13	Deutsche Bank	1.5	Credit Suisse	201
Merrill Lynch	5	118	Deutsche Bank	35	Barclays Capital	12	Lehman Brothers	1	HSBC	184
UBS	8	104	JP Morgan	34	UBS	10	Dresdner Kleinwort	0.7	Barclays Capital	181
Citigroup	3	102	Barclays Capital	32	Lehman Brothers	7	Credit Suisse	0.6	Citigroup	178
Goldman Sachs	10	97	Citigroup	30	Morgan Stanley	6	Citigroup	0.6	BNP Paribas	157
Morgan Stanley	7	94	DZ Bank	28	Royal Bank of Scotland	6	Lazard-Natixis	0.5	Merrill Lynch	140
HSBC	9	92	Credit Suisse	28	Calyon	5	Societe Generale	0.4	JP Morgan	137
Credit Suisse	14	76	Morgan Stanley	27					Morgan Stanley	122
BNP Paribas	12	73	Goldman Sachs	22					UniCredit Group	116
Bank of America	16	61	Merrill Lynch	22					Calyon	84
Lehman Brothers	11	57	Bank of America	21					Societe Generale	84
Societe Generale	15	45	RBC Capital Markets	20					RBC Capital Markets	70
Итого по выбранным банкам		1 530		461		103		16		2 313
Общий итог		1 908		1 908		138		18		3 371

Источник: EuroWeek по данным Dealogic. Расчеты: Cbonds

Организаторы еврооблигаций на мировом рынке в основных валютах, Топ-10

Рейтинг организаторов в USD	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	130.9	Deutsche Bank	77	Barclays Capital	19.65	Credit Suisse	12.02	Daiwa Securities SMBC	5.81
Merrill Lynch	90.7	Royal Bank of Scotland	65.7	Royal Bank of Scotland	16.54	UBS	6.95	Citigroup	3.92
Barclays Capital	78.6	Barclays Capital	59.9	HSBC	14.89	Royal Bank of Scotland	4.38	Mizuho Financial Group	2.75
Citigroup	67.8	BNP Paribas	54.2	UBS	7.89	BNP Paribas	3.75	Mitsubishi UFJ Securities	2.75
Goldman Sachs	67.6	UBS	46.4	RBC Capital Markets	6.31	Zuercher Kantonalbank	1.62	Barclays Capital	2.47
Morgan Stanley	66.4	Societe Generale	45.7	Deutsche Bank	6.09	Deutsche Bank	1.54	UBS	2.1
Deutsche Bank	64.1	HSBC	42.9	Morgan Stanley	5.35	HVB Bank	1.38	Morgan Stanley	1.7
Bank of America	60.9	UniCredit Group	39.9	Merrill Lynch	4.36	Verband Schweizerischer Kantonalbanken	0.41	BNP Paribas	1.62
Lehman Brothers	46.2	JP Morgan	34.3	BNP Paribas	4.3	Mitsubishi UFJ Securities	0.28	Nomura Securities	1.53
Credit Suisse	42.4	Calyon	32.7	JP Morgan	3.83	Basler Kantonalbank	0.26	Royal Bank of Scotland	1.45
Итого по топ-10	715.5		498.7		89.21		32.57		26.11
Общий итог	880		797.2		103.58		32.96		30.91
Отношение итога по I полугодию 2008 г. к 2007 г.	70%		72%		38%		62%		428%

Источник: EuroWeek по данным Dealogic. Расчеты: Cbonds

На топ-15 банков – организаторов эмиссий из данного объема приходится $1.5 трлн в виде квот букраннеров и $460 млн как соорганизаторов и менеджеров займов.

Совокупный доход банков-организаторов составил $3.3 млрд, на топ-15 рейтинга приходится порядка $2.3 млрд против $22 и $15 млрд соответственно по итогам 2007 года. Пожалуй, снижение доходов банков можно считать основным последствием кризиса, которое связано, по нашим предположениям, отнюдь не со снижением комиссий банков, а с ростом организации собственных эмиссий или эмиссий банков-партнеров.

Лидирует в общем рейтинге букраннеров JP Morgan с объемом организованных 396 эмиссий на $172 млрд. Отметим продолжающийся второй год рост позиций банка: в 2006 году — пятое место, в 2007 году — четвертое место. Среди других значительных усилений позиций можно заметить повышение в рейтинге Royal Bank of Scotland, на который, видимо, очень положительно повлияло объединение с ABN AMRO. В рейтинге букраннеров альянс поднялся с шестого на четвертое место, а в рейтинге соорганизаторов и в рейтинге по доходу от размещений ABN и RBS они заняли лидирующее положение.

По типу долга отметим рост выше среднего по сегменту субординированного долга — 60% к результатам 2007 года, размещение конвертируемых и обмениваемых выпусков по региону EMEA слегка замедлилось и составляет 37% от объема 2007 года.

На основные пять валют заимствований приходится около 97% от совокупного объема размещенных эмиссий. На топ-10 рейтинга приходится в среднем около 83% от размещенных эмиссий. По динамике объема размещений отметим стабильную динамику доллара и евро — 70% от итогов прошлого года, чуть ниже в швейцарских франках — 62%. При этом значительно вырос объем размещений в японских иенах — более чем в четыре раза, а в абсолютном выражении почти догнал объем размещений во франках — более $30 млрд. Объем размещений в фунтах стерлингов по итогам 2008 года, вероятно, не достигнет уровня прошлого года. Лидеры рейтингов в основных валютах остались прежними, отметим лишь появление в топ-3 по европейским валютам Royal Bank of Scotland.

Как показали итоги первого полугодия 2008 года не только по России, но и по всему мировому рынку, объемы размещений новых выпусков еврооблигаций начали восстанавливаться во втором квартале 2008 года. Правда, пока не очевидно, стал ли данный рост индикатором возвращения на круги своя, или рынок принял новые формы в виде антикризисных решений проблем с ликвидностью, с одной стороны, и единичных выходов во время благоприятных окон, с другой стороны. Большинство экспертов считает, что кризис еще не закончился и его окончательные последствия неочевидны, и уже сейчас участники рынка столкнулись с переоценкой риска и новыми ценовыми уровнями.