**Мансур Гусейнов,**
*вице-президент,*
*МДМ-Банк*

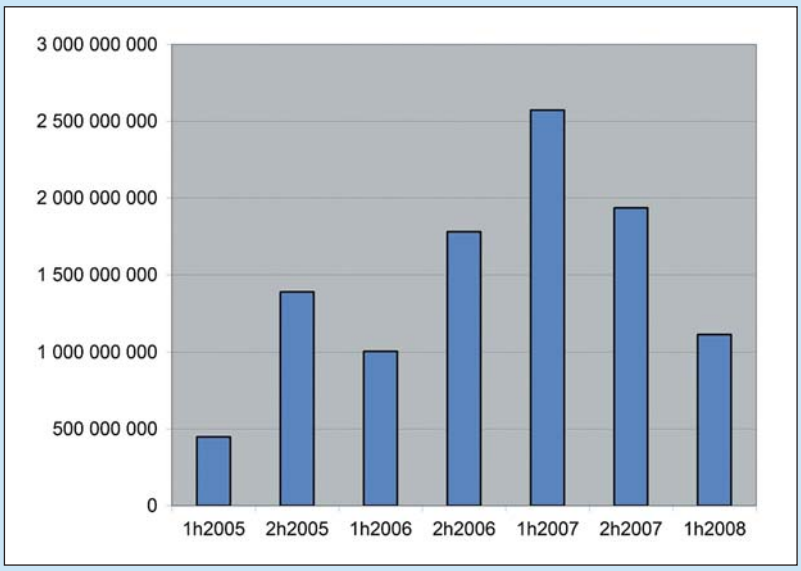
# Рынок CLN в период КРЕДИТНОГО КРИЗИСА

**ЗА ПОСЛЕДНИЕ НЕСКОЛЬКО ЛЕТ ОБЪЕМЫ ЗАИМСТВОВАНИЙ КОМПАНИЙ ИЗ РОССИИ И СНГ НА МЕЖДУНАРОДНОМ РЫНКЕ РОСЛИ ОЧЕНЬ ВЫСОКИМИ ТЕМПАМИ. ПРИВЛЕЧЕНИЯ ОСУЩЕСТВЛЯЛИСЬ ПУТЕМ ВЫПУСКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ, КРЕДИТНЫХ НОТ ИЛИ В ФОРМЕ СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ. С 2005 ПО 2007 Г. ОБЪЕМ ВЫПУСКОВ КРЕДИТНЫХ НОТ РОС НА 150% В ГОД, И В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2007 Г. ВПЕРВЫЕ ПРЕВЫСИЛ $2.5 МЛРД. ОДНАКО МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС СЕРЬЕЗНО ИЗМЕНИЛ СИТУАЦИЮ: УЖЕ ВО ВТОРОМ ПОЛУГОДИИ 2007 Г. ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ СНИЗИЛСЯ НА 25%, А В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2008 Г. — ЕЩЕ НА 42%.**

Бурному процессу роста рынка в 2006–2007 годах способствовало активное развитие экономики России и стран СНГ, большая ликвидность на международном рынке и увеличение интереса инвесторов к emerging markets. Компании, привлекавшие средства на рынке, имели в этот период возможность снижать ставки заимствований и привлекать все большие объемы на более длительный срок.

Исторически на рынке CLN были активны в основном российские компании. Так, в 2005–2007 годах на них пришлось до 90% от всего объема размещений из СНГ, что можно объяснить меньшими страновыми рисками (суверенный рейтинг России поднимался быстрее, чем большинства стран СНГ) и большим количеством заемщиков, отвечающих требованиям, предъявляемым иностранными инвесторами, приобретающими CLN.

*График 1. Объем размещений кредитных нот, $*



Для основной массы компаний, вышедших на рынок в этот период с кредитными нотами, еврооблигациями или синдицированными кредитами, эти сделки были дебютными, поэтому в большинстве случаев заемщики и организаторы придерживались стандартной документации по сделке, предполагающей полный набор ковенантов и событий дефолта. В это же время на рынке high-yield bonds и мезонинного финансирования США и Европы документация все более упрощалась: так называемый covenant lite package, применявшийся все более широко, исключал большинство стандартных ковенантов, делая позицию инвестора более уязвимой. В кредитных нотах ковенанты обычно включали ограничения по соотношению финансового долга и EBITDA (или долга к чистой стоимости активов) и отношению EBITDA к процентным расходам, ограничения на залог активов, на сделки с аффилированными лицами, на выдачу кредитов или гарантий и поручительств за третьих лиц, а также ограничения на продажу и вывод активов. События дефолта включали кросс-дефолт и «существенное неблагоприятное изменение» финансового положения и бизнеса заемщика. Таким образом, поскольку у многих инвесторов сохранялось достаточно осторожное отношение к участию в сделках с заемщиками из стран СНГ, размещенные в этот период выпуски кредитных нот с точки зрения документации давали большую защиту инвесторам, чем европейские и американские выпуски high-yield bonds и мезонинное финансирование.

Поскольку выпуск кредитных нот, по сути, представляет собой частное размещение еврооблигаций и ориентирован на более ограниченный круг инвесторов, предъявляющих менее жесткие формальные требования к заемщику и характеристикам выпускаемых бумаг, кредитные ноты никогда не листинговались и, как правило, не имели рейтинга. Обычно заемщик по CLN имел аудированную отчетность по МСФО за последний истекший финансовый год, кроме того, размещение сопровождалось кредитным исследованием банка-организатора, в которое, как правило, включалась финансовая модель, прогнозирующая финансовые показатели заемщика на два-три года, но не менее чем на срок обращения готовящегося выпуска. Тем не менее, в исключительных случаях для успешного размещения отчетность по МСФО не требовалась — инвесторы были готовы участвовать, имея только отчетность по РСБУ и понимание высокого кредитного качества заемщика, базирующееся на его рыночной позиции, поддержке со стороны государства, прозрачности юридической структуры бизнеса и других качественных факторах.

За риск недостаточного раскрытия информации и неликвидный вторичный рынок кредитных нот (в связи с небольшими объемами размещений и отсутствием листинга) инвесторы требовали определенную премию по доходности по сравнению с еврооблигациями, колебавшуюся в среднем в пределе 0.5–1.5% годовых в зависимости от сектора и срока обращения бумаг.

## НА ПЕРЕЛОМЕ

В результате начавшегося в конце лета 2007 г. кризиса на международном рынке капитала цены большинства обращающихся долговых бумаг значительно упали, а доходности выросли. Так, спред еврооблигаций РФ (Russia 30) к десятилетним казначейским облигациям США вырос на 50–85 пунктов — с 90–100 до 150–175 пунктов. Еврооблигации «Газпрома» с погашением в 2013 г., например, торговавшиеся в мае 2007 г. с доходностью 5.7% годовых, сейчас имеют доходность на 1.2% выше — 6.9% годовых. А более короткие бумаги ВТБ (с погашением в 2011 г.), торговавшиеся по 5.8%, сейчас имеют доходность 6.7% годовых.

В кредитных нотах достаточно сложно указать новые уровни доходностей в связи с отсутствием ликвидного вторичного рынка. Однако именно отсутствие ликвидности ограничило падение цен и сделало кредитные ноты «защитным» инструментом — мы не наблюдали панических продаж на вторичном рынке.

Наиболее активными иностранными инвесторами в CLN были крупные коммерческие инвестиционные банки, хедж-фонды, управляющие компании (real money investors), а также private banking, управляющие средствами частных лиц с высоким доходом. Из-за высокой волатильности на международном рынке и снижения цен обращающихся бумаг многие участники рынка понесли существенные убытки и были вынуждены списывать активы. У большинства банков выросла стоимость фондирования, а у некоторых возникла необходимость в привлечении дополнительного капитала. Для хедж-фондов проблемой стал недостаток финансирования. Если до кризиса они легко получали leverage в крупных западных банках под приобретаемые бумаги по цене, незначительно превышающей LIBOR, то сейчас банки нередко отказывают в финансировании или выставляют цену, которая не обеспечивает требуемый уровень отдачи от инвестиций. Вкладчики управляющих компаний во время кризиса начали выводить вложенные средства, кроме того, компании столкнулись с невозможностью без потерь выйти из части открытых позиций из-за резкого снижения ликвидности на рынках. В результате желание вкладывать в первичные размещения и количество свободных средств у этих категорий инвесторов уменьшилось. Клиенты private banking в прошлом году также предпочитали не инвестировать средства в первичные размещения и даже полностью закрывали свои позиции в ценных бумагах. Тем не менее, уже с апреля 2008 г. мы наблюдали рост спроса на новые выпуски со стороны частных банков и увеличение объема заявок, выставляемых ими при первичных размещениях. Начиная со второго квартала текущего года коммерческие и инвестиционные банки, управляющие компании и хедж-фонды также постепенно увеличили активность на первичке, однако объем выставляемых ими заявок не достигает докризисного, и требуемый уровень доходности значительно вырос.

Масштабной паники и коллапса долгового рынка удалось избежать, но функционирование многих секторов международного финансового рынка оказалось существенно затруднено, и большое количество первичных размещений долговых инструментов было отложено. Так, если посмотреть только на статистику по CLN, размещаемых заемщиками из России и СНГ, во втором полугодии 2007 г. объем размещений снизился на 25% по сравнению с предыдущим, а в первом полугодии 2008 г. — еще на 42% по сравнению со вторым полугодием 2007 г.

**И ЧТО ТЕПЕРЬ?**

Во-первых, изменилось отношение инвесторов к заемщикам, представляющим определенные отрасли экономики. Ухудшилось отношение к девелоперам, прежде всего — из-за проблем в этом секторе в развитых странах. На территории СНГ проблемы есть только в Казахстане, на рынке недвижимости которого кризис начался еще в прошлом году. Российский рынок жилой и коммерческой недвижимости не демонстрирует признаков спада, однако инвесторы стараются избегать вложений в эту отрасль. В результате даже компании с высоким кредитным качеством, невысокой долговой нагрузкой и консервативным подходом к приобретению новых проектов, которые ранее имели позитивный опыт международных заимствований, встречали от инвесторов, которые участвовали в предыдущих сделках, требование сократить дюрацию нового выпуска до 1–1.5 года и увеличить ставку купона на 1–3%.

В текущем рынке «обычный» CLN для девелопера разместить стало затруднительно, и в результате стали появляться сделки, рассчитанные на одного-двух инвесторов, которые предварительно выразили интерес к сделке. Подобные частные размещения отличаются тесным взаимодействием с потенциальным инвестором на стадии подготовки выпуска, а не только в процессе маркетинга и размещения.

Другой тип сделок, появившийся на рынке — обеспеченные выпуски кредитных нот. Так, некоторые размещения, проведенные в конце прошлого и начале текущего года, обеспечены залогом недвижимости или имеют так называемый equity kicker — опцион или варрант на акции заемщика. Данные изменения в структуре укрепляют позиции инвестора, и, по большому счету, такие сделки пока характерны для небольших компаний или компаний, имеющих не слишком хорошее финансовое положение, которые вынуждены привлекать средства «любой ценой». Соответственно, и объем этих сделок был не очень большим —$20–75 млн. Более крупные компании и компании, имеющие доступ к альтернативным источникам финансирования, неохотно идут на подобные условия, предпочитая дождаться более удобного момента для размещения.

Другие два сектора, которых инвесторы сейчас опасаются — это финансовый сектор и сектор розничной торговли. Опасения относительно финансового сектора небезосновательны: именно банки по всему миру больше всего пострадали от кризиса на международном рынке капитала. Их вложения в ценные бумаги упали в стоимости, и банки понесли убытки в результате их переоценки, американские и европейские банки продолжают списывать активы. Говоря о российских банках, необходимо отметить, что заимствования на внешних рынках были для них очень существенным источником фондирования, и среди 30 крупнейших банков нет ни одного, который ни разу не выпускал еврооблигации, CLN, рублевые облигации или не привлекал синдицированный кредит. Тем не менее, российские банки пережили закрытие внешнего рынка весьма неплохо. Помогли оперативные действия ЦБ РФ, вливавшего ликвидность в банковскую систему, и достаточно короткий средний срок активов: временно остановив или замедлив выдачу новых кредитов, банки сумели собрать достаточно существенный объем ликвидности, обеспечивающий стабильность их положения. Кроме того, большинство банков более активно занялись привлечением розничных клиентов и подняли ставки по депозитам, что также расширило их базу фондирования. Сейчас возможности заимствования на рынке CLN для банков по-прежнему ограничены.

Проблема с заемщиками из сектора розничной торговли, на наш взгляд, в первую очередь связана с агрессивным финансовым профилем многих компаний. В период высокой ликвидности рынка с 2005 г. по первую половину 2007 г. заемщики практически всегда находили возможность без проблем рефинансировать долги, и многие компании развивались, имея предельно высокий уровень долга. Сейчас рефинансирование стало менее доступно: банки ужесточают контроль за рисками, снижают лимиты и увеличивают ставки. Кроме того, для сектора непродуктовой розницы характерна непрозрачность бизнеса, ведущая к определенным налоговым рискам. Схемы, позволяющие оптимизировать налогообложение при импорте товаров, сейчас находятся под пристальным вниманием налоговых органов, и, как мы знаем, ряд компаний получили существенные налоговые претензии,

**Таблица. Примеры выпусков еврооблигаций и кредитных нот, размещенных в апреле-июне 2008 г.**

| Название бумаги | Дата размещения | Купон, % | Доходность, % | Аналог на вторичном рынке | Доходность, % | Премия, б.п. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| HomeCredit 11 | 20.06.2008 | 11.00 | 11.00 | HomeCredit 10 | 10.45 | 55 |
| VimpelCom 18 | 30.04.2008 | 9.13 | 9.13 | VimpelCom 16 | 8.52 | 60 |
| RussAgrBank 18 | 21.05.2008 | 7.75 | 7.75 | RussAgrBank 17 | 7.14 | 61 |
| Evraz 18 | 24.04.2008 | 9.50 | 9.50 | Evraz 15 | 8.68 | 82 |
| AkBars 11 | 19.06.2008 | 9.25 | 9.25 | AkBars 10 | 8.40 | 85 |
| Gazprom 11 | 17.06.2008 | 7.34 | 7.34 | Gazprom 13 | 6.48 | 86 |
| Gazprom 18 | 11.04.2008 | 8.15 | 8.15 | Gazprom 16 | 7.13 | 102 |
| VimpelCom 13 | 30.04.2008 | 8.38 | 8.38 | VimpelCom 11 | 7.18 | 119 |
| Mirax 10 (CLN) | 16.05.2008 | 13.50 | 13.49 | Mirax 11 (CLN) | 10.37 | 312 |

а в отдельных случаях были возбуждены уголовные дела. Кроме того, у многих компаний, работающих в сфере непродуктовой розницы, отчетность по МСФО отсутствовала или не консолидировала результаты операций компаний, импортирующих товары на территорию РФ. Указанные факторы значительно снизили интерес инвесторов к выпускам CLN компаний, работающих в секторе розничной торговли.

В целом же можно сказать, что иностранные и российские инвесторы стали более избирательны и, с учетом большого «навеса» отложенного предложения, они могут выбирать: теперь как при первичном размещении, так и при прохождении оферты заемщики вынуждены давать значительную премию по доходности к уровням, на которых торгуются бумаги этих компаний на вторичном рынке.

Произошел существенный репрайсинг по всему спектру долговых инструментов и для всех категорий заемщиков. В качестве примера приведем данные по недавно размещенным выпускам еврооблигаций и кредитных нот (см. таблицу).

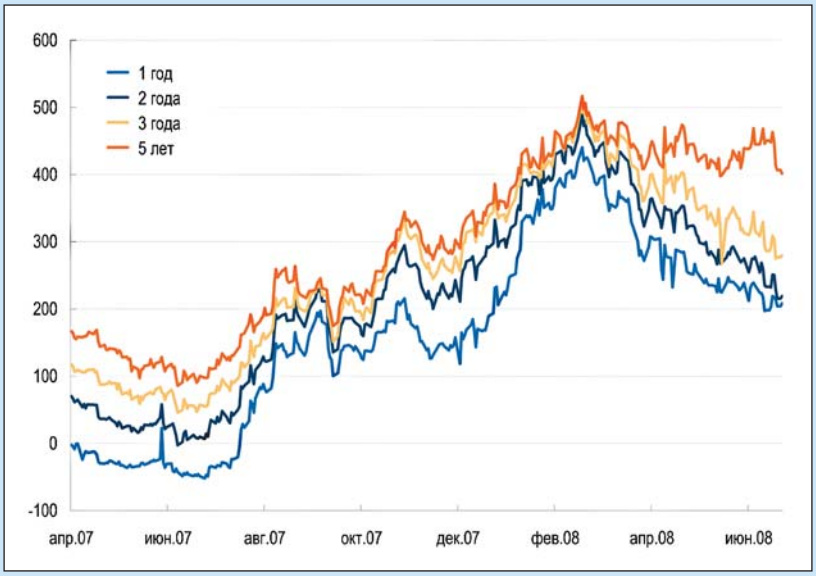
По еврооблигациям премия за первичное размещение колеблется в пределах 0.5–1.5% по отношению к уровню вторичного рынка. По кредитным нотам размер премии составляет 2–4%.

На рынке рублевых облигаций и еврбондов значительно снизился средний срок до оферты или пут-опциона по новым выпускам. На рынок кредитных нот эта тенденция не оказала существенного влияния, поскольку CLN всегда имели достаточно короткий срок обращения. Сейчас инвесторы практически не рассматривают участие в выпусках для компаний второго-третьего эшелона, если срок до пут-опциона или оферты превышает 1–1.5 года.

Поскольку большинство CLN номинировано в долларах США, еще одним фактором, оказывающим влияние на рынок, является стоимость хеджирования валютного риска.

Как видно из Графика 2, до кризиса, например еще в мае-июле 2007 г., российский заемщик, делавший выпуск в долларах США, имел возможность даже немного сократить стоимость заимствования, захеджировав валютный риск (при сроке хеджа в 1 год), а сейчас хеджирование в зависимости от срока будет стоить от 2% до 4.5% годовых. Тем не менее, при отсутствии хеджирования заимствования в долларах США для российских компаний были в последние годы и остаются выгодными вследствие укрепления рубля по отношению к доллару.

*График 2. Стоимость хеджирования рублевого риска*




При этом в текущих рыночных условиях вместо выпуска CLN в долларах зачастую более выгодным является привлечение средств в рублях путем выпуска рублевых облигаций и заключения договора cross-currency swap, который преобразует рублевые обязательства в обязательства, номинированные в долларах США, и снижает номинальную стоимость заимствования на 2–4.5% в зависимости от срока свопа.

Изменяются и качественные характеристики размещаемых кредитных нот. Появились обеспеченные сделки, где в качестве залога используется недвижимость, акции, ликвидное оборудование или права требования. Появились сделки, где инвесторы получают дополнительный «бонус» в виде опциона или варрантов на акции заемщика. Кроме того, поскольку многие заемщики успели получить кредитные рейтинги от ведущих международных агентств, некоторые выпуски CLN также стали получать рейтинг. Наличие рейтинга у бумаги или, по крайней мере, у заемщика существенно расширяет круг иностранных инвесторов, которые потенциально могут участвовать в выпуске. Базовая кредитная документация по сделкам особенно не претерпела изменений: поскольку в нашей практике структура covenant lite не успела прижиться, основной набор ковенант и событий дефолта остается прежним.

Начиная с апреля 2008 г. на рынке CLN наблюдается определенное оживление. И хотя серьезное улучшение рыночной ситуации пока не ожидается, а стоимость заимствований растет, мы считаем, что привлечение финансирования на международном рынке путем выпуска кредитных нот по-прежнему будет востребовано компаниями в связи с гибкостью и эффективностью этого инструмента.