Константин Васильев,
начальник отдела мировых рынков, партнер, Cbonds

«МУЗЫКАЛЬНАЯ» пауза

РЫНОК КРЕДИТНЫХ НОТ (CLN) РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ СУЩЕСТВУЕТ УЖЕ ШЕСТЬ ЛЕТ. ЗА ДАННЫЙ ПЕРИОД В СТРАНАХ СНГ БЫЛО ЗАКЛЮЧЕНО 118 СДЕЛОК НА ОБЩУЮ СУММУ ОКОЛО $12 МЛРД. РЫНОК РОС ПРОГРЕССИВНЫМИ ТЕМПАМИ ДО 2007 ГОДА, НО НА ФОНЕ МИРОВОГО КРЕДИТНОГО КРИЗИСА ОБЪЕМ И КОЛИЧЕСТВО ЭМИССИЙ РЕЗКО СНИЗИЛОСЬ. НО РЫНОК НЕ ЗАКРЫВАЛСЯ, В ОТЛИЧИЕ ОТ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ, ЕДИНИЧНЫЕ СДЕЛКИ ПРОДОЛЖАЛИ ПРОХОДИТЬ, ПРАВДА, ОНИ ПРИОБРЕЛИ ЕЩЕ БОЛЕЕ «ЧАСТНЫЙ» ХАРАКТЕР РАЗМЕЩЕНИЙ.

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Рынок кредитных нот предполагает частный характер размещения эмиссий еврооблигаций, и часто возникает проблема разграничения формального типа сделки и фактического. Cbonds выделяет три основные группы эмиссий, исходя из которых ведет учет эмиссий в рейтингах организаторов и предоставляемой статистике по рынку: еврооблигации, кредитные ноты и переупаковка нот. Эмиссии во всех трех группах могут быть выпущены в виде CLN или LPN, поэтому в своей классификации мы отошли от чисто формального определения типа сделки к фактическому.

Далее кредитные ноты мы будем ассоциировать с CLN, еврооблигации — с LPN, сделки по переупаковке мы не учитываем ни в рейтингах, ни в другой статистической информации ввиду того, что в данном случае не создается новый долг рассматриваемого заемщика, а идет переуступка уже выпущенного. Рассмотрим ниже, что же понимается под каждым типом нот с теоретической и практической точки зрения.

Кредитная нота (*CLN, Credit-Linked Note*) — ценная бумага, выплаты по которой зависят от наступления определенного кредитного события (например, дефолта) или изменения кредитного показателя пула активов. Например, выплаты по кредитным нотам могут быть поставлены в зависимость от уровня потерь в заданном пуле ипотечных кредитов, который должен быть ниже определенной величины. Поскольку входящие в такой пул активы находятся на балансе у оригинатора или собственника активов, оригинатор или собственник могут рассматривать кредитные ноты как гарантию от потерь по этим активам. То есть случай дефолта может считаться состоявшимся, если таковой имел место по каким-либо другим кредитным обязательствам заемщика, о чем должно быть сообщено публично. Практически кредитные ноты обладают следующими характеристиками: торгуются через системы Euroclear/Clearstream при сохранении анонимности торговли, не предполагают листинг и наличие кредитного рейтинга, отличаются низкой степенью раскрытия информации об эмитенте, могут выпускаться на кредит в местной или иностранной валюте, в соответствии с английским или местным правом.

Ноты участия в кредите (*LPN, Loan Participation Note*) — долговая ценная бумага, одна из возможных структур выпуска еврооблигаций, позволяющая инвесторам приобрести доли в выданном заемщику кредите или кредитном портфеле. Кредит предоставляет эмитент нот — специально созданная компания (SPV, Special Purpose Vehicle).

В отличие от кредитных нот, кредитное событие или случай дефолта по LPN привязаны к данной конкретной ссуде, а не к кредитным событиям самого заемщика. Держатели LPN участвуют на пропорциональной основе в получении процентов и основных платежей по кредиту. В российской практике, как правило, все еврооблигации, выпущенные корпоративными и муниципальными эмитентами, предполагают структуру LPN. Серии нот LPN часто выпускаются в рамках программы среднесрочных нот (MTN, Medium-Term Notes), что позволяет снизить сопутствующие издержки: пишется один базовый проспект программы, а для каждого транша выпускаются небольшие эмиссионные документы, содержащие основные параметры выпуска — Final Terms. Международные инвестиционные банки подписывают соглашение об участии в кредите с местными банками, а также предлагают им LPN в качестве варианта краткосрочного инвестирования, удовлетворяя тем самым потребности местных заемщиков и увеличивая местным банкам доход по кредиту, когда один или несколько банков являются кредиторами заемщика.

Переупаковка активов (*Repacking notes*) — российский актив (например, рублевый кредит по российскому праву) переупаковывается или продается через ранее зарегистрированные программы выпуска CLN глобального инвестиционного банка или с использованием двусторонних кредитных деривативов. При этом в сделку могут добавляться характеристики в форме структур pass-through или свопа на совокупный доход; могут меняться рисковые характеристики актива.

СТРУКТУРА РЫНКА

За уже более чем шестилетнюю историю рынок кредитных нот вырос с двух сделок на $55 млн в 2002 году до 42 эмиссий на $3.8 млрд за 2007 год. На конец первого полугодия 2008 года объем рынка в обращении составляет $6.4 млрд по России и почти $1 млрд по остальным странам СНГ, куда к Украине и Беларуси за последний год присоединились Грузия и Азербайджан.

Традиционно на данном рынке более активно занимает корпоративный сектор — такие отрасли, как строительство и девелопмент, торговые сети и другие компании, нуждающиеся в валютном финансировании. Финансовый сектор занимает здесь скоромную нишу — около 25–30% рынка, больше предпочитая занимать на рынке синдицированного кредитования. Но иногда банки рассматривают данный рынок при первом выходе на внешний рынок заимствований или при условии, что пока не готовы удовлетворять требованиям по выпуску еврооблигаций.

Кредитные ноты не очень распространены на суверенном и квазисуверенном сегменте, данным заемщикам, как правило, доступны публичные рынки, но бывают и исключения. Так, после дефолтных событий в России муниципалитеты не могут самостоятельно выходить на рынок еврооблигаций, и CLN пришли им на помощь. Два раза с годовыми небольшими нотами под плавающую ставку через White Nights Finance выходил Башкортостан. В 2007 году его примеру последовала Московская область с крупным пятилетним займом на 7 млрд руб. Организатором в обоих случаях выступал VTB Europe.

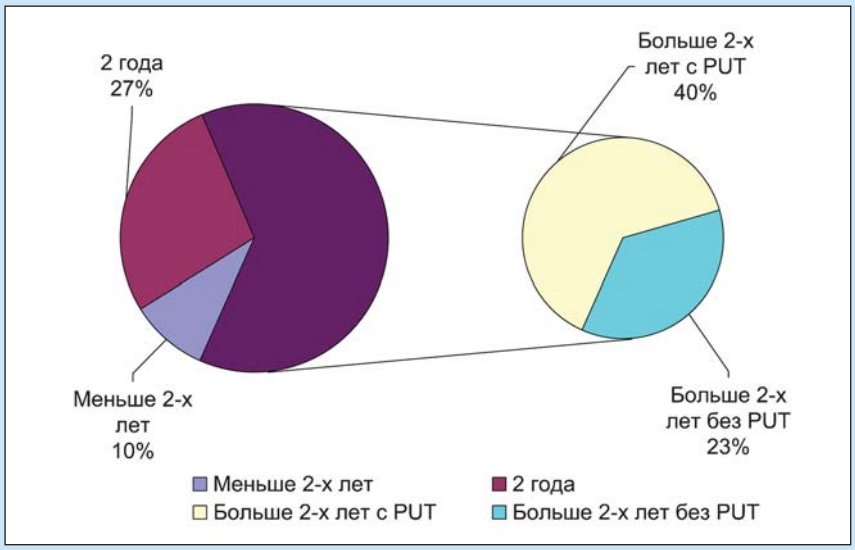
По качественному развитию рынка отметим рост разнообразия сделок и расширения диапазона решения задач заемщика. Растет количество сделок, номинированных в рублях, всего было выпущено 17 эмиссий на $2.15 млрд. Под плавающую ставку были выпущены 8 эмиссий на общую сумму около $730 млн, при этом «Еврокоммерц» с трехлетним выпуском на 5 млрд руб. стал первым в прошлом году, кто вышел на рынок под рублевую плавающую ставку MOSPRIME. Были две сделки в евро и норвежских кронах также под соответствующие плавающие ставки.

Средние характеристики рынка достаточно стабильны — эмитенты в среднем занимают $100 млн на два-три года под 10%, но существуют и значительные отклонения. Так, было проведено пять сделок объемом более $200 млн, выпускаются эмиссии CLN и на $20–30 млн, рассчитанные на одного-двух инвесторов.

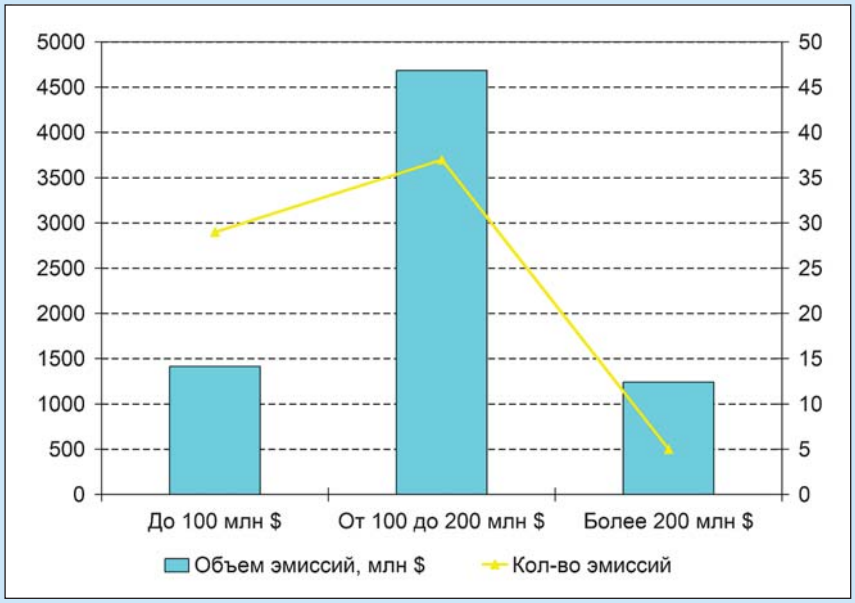
Динамика характеристик рынка CLN, страны СНГ

Год выпуска	Объем размещений в России, $ млн	Доля банков. сектора	Доля эмиссий в рублях	Объем размещений в СНГ, $ млн	Количество выпусков по всем СНГ	Средняя ставка купона	Мин. — макс. ставка купона	Средний срок выпуска, лет	Макс. срок, лет/ PUT	Макс. объем выпуска, $ млн
2002	55				2	10.4%	9.5–11.25%	1.5	2	30
2003	460	72%			4	9.9%	9–10.75%	1.4	3	300
2004	955				10	10.1%	7.75–12.75%	2.0	4/ PUT2	200
2005	1 600	15%	5%	350	18	9.4%	7.25–12%	2.9	5/ PUT2	250
2006	2 414	29%	13%	381	29	9.8%	7.75–12.5%	2.4	5	250
2007	3 810	34%	35%	447	42	10.8%	7.7–24%	3.0	6	298
1П 2008	1 159	14%	15%	190	13	11.7%	7.7–16%	3.1	5	200
В обращении	6 377	26%	25%	962	71	10.7%	7.7–24%	3.4	6	298
Итого	10 453	26%	18.1%	1 368	118	10.3%	7.7–24%	2.4	6	300

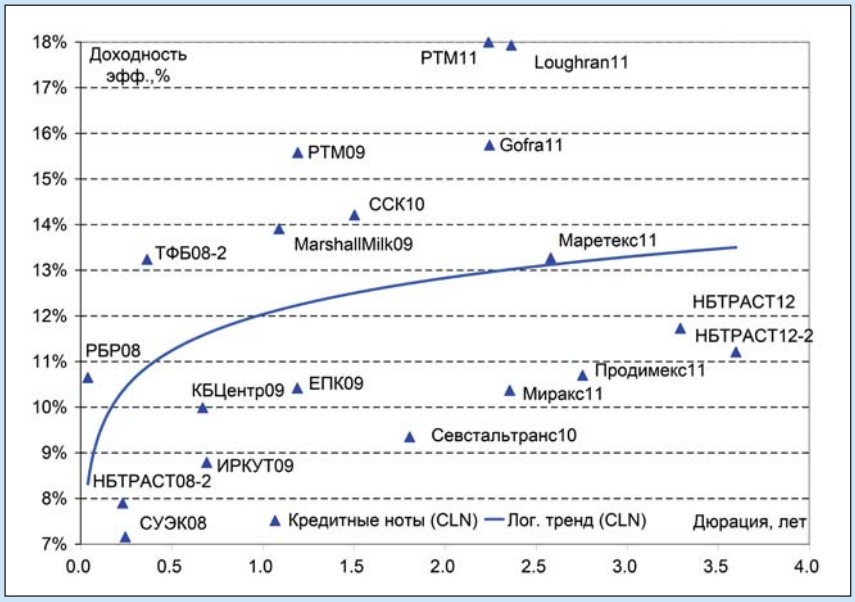
Срочность рынка CLN



Распределение эмиссий по объему выпуска



Карта рынка кредитных нот



Достаточно значительно за всю историю рынка выросла и срочность долга. От двух-трехлетних структур эмитенты перешли к четырех-пятилетним выпускам с двухлетними пут-опционами. С 2006 года начали появляться и пятилетние выпуски без опционов, так, 23% от всех размещенных эмиссий приходится на выпуски со сроком погашения более двух лет и без опционов на досрочное погашение.

СТОИМОСТЬ ЗАИМСТВОВАНИЙ

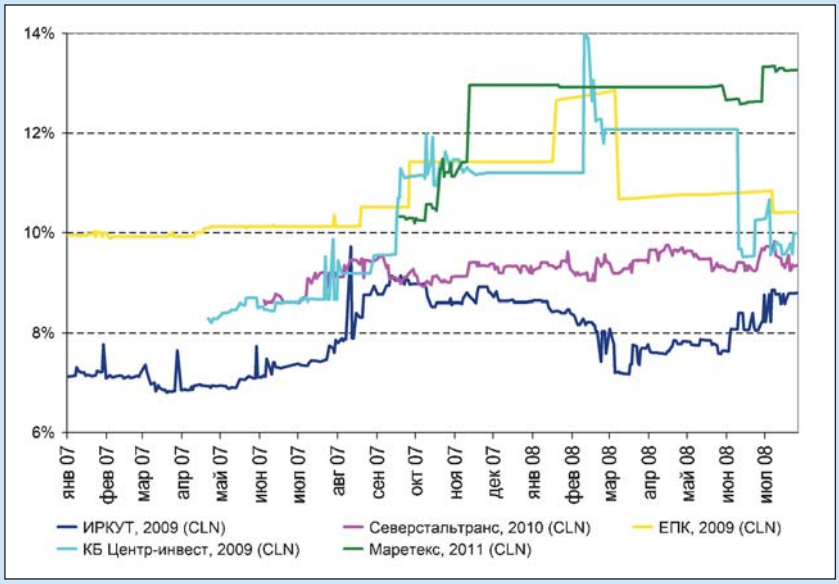
Несмотря на предполагаемый более дорогой характер заимствований на рынке кредитных нот по сравнению с рынком еврооблигаций, это не совсем так. Ниже 9% (на уровне ставок на рынке еврооблигаций) было размещено 19 эмиссий почти на $2.5 млрд как заемщиками с государственным участием, так и крупными компаниями из нефтегазовой и добывающей, телекоммуникационной и некоторых других отраслей. Это может свидетельствовать о том, что рынок CLN это не сегмент рынка еврооблигаций для компаний низкого кредитного качества, а самостоятельный инструмент заимствований, решающий определенные задачи заемщика на текущем уровне его финансового развития.

Предыдущий вывод подтверждает и карта наиболее активно торгующихся на данный момент выпусков — разброс доходности составляет более 10% — от 7–9% по таким компаниям, как СУЭК и «ИРКУТ», до уровней более 15% по девелоперам и строительным компаниям. Разброс по ставкам на рынке кредитных нот долгое время находился в пределах 8–12%, но с выходом на рынок девелоперов, для которых другие рынки просто недоступны, верхняя планка была поднята выше 20%.

Ликвидность по кредитным нотам достаточно низкая, в основном инвесторы ориентируются на высокий купонный доход, а не на краткосрочные спекуляции. Тем не менее, банки-организаторы часто выставляют индикативные уровни цен на покупку и продажу, спред между которыми часто составляет 1–2 п.п.

Влияние кризиса на рынок CLN выразилось в следующих двух пунктах — помимо роста уровней доходности на 1–2% по нотам с более высоким кредитным качеством и на 3–4% по остальным, на вторичном рынке организаторы перестали выставлять публично даже индикативные котировки по большинству нот с ноября 2007 года по май 2008 года.

Динамика доходности наиболее торгуемых выпусков



Отличительной чертой в рамках стоимости заимствований является более высокая комиссия за организацию выпуска. Если комиссия за организацию еврооблигаций часто колеблется от 20 до 50 б.п., то в случае кредитных комиссия в среднем составляет около 1%, достигая и ставок в 1.5%. Более высокие комиссионные оправданы тем, что банк-организатор берет на себя гораздо большие трудозатраты по рекламе и размещению данного выпуска. Это связано с тем, что характер сделок более индивидуальный, с каждым инвестором идет отдельная работа по «продаже» конкретного заемщика, а не некоего кредитного риска с определенным рейтингом.

АКТИВНОСТЬ ОРГАНИЗАТОРОВ

Традиционно, ввиду того что кредитные ноты не имеют рейтинга и продается конкретный заемщик, на данном рынке лидируют местные банки, которые лучше знают состояние дел своих клиентов, которые, тем более, до этого, возможно, уже кредитовались организатором.

Уже около трех лет на данном рынке не меняется тройка лидеров: МДМ-Банк, инвестиционный банк «ТРАСТ», «Ренессанс Капитал». На них в общей сложности приходится около 50% от совокупного выпуска CLN. Компании закрывают в среднем по пять сделок в год.

Стабильно в рейтинге представлены такие международные группы с сильными позициями на местном рынке, как ING Wholesale Banking и ВТБ, который на данном рынке работает в основном через VTB Europe. ING, по нашим оценкам, лидирует и на сегменте переупаковки местного долга в CLN. VTB Europe, в свою очередь, стал организатором, выведшим на рынок белорусских эмитентов.

Всего на данном сегменте заключали сделки более 20 организаторов, но основной объем приходится на топ-10 рейтинга. Международные банки иногда выходят на данный рынок с единичными сделками со «своими» заемщиками.

Рейтинги организаторов CLN. Топ-10, страны СНГ, 2005–2008 гг.

№	Рейтинг организаторов, 1П 2008	Объем, $ млн	Рейтинг организаторов, 2007	Объем, $ млн	Рейтинг организаторов, 2006	Объем, $ млн	Рейтинг организаторов, 2005	Объем, $ млн
1	МДМ-Банк	290	Ренессанс Капитал	681	МДМ-Банк	550	МДМ-Банк	365
2	Инвестиционный банк ТРАСТ	269	Инвестиционный банк ТРАСТ	651	Ренессанс Капитал	515	Альфа-Банк	325
3	Ренессанс Капитал	248	МДМ-Банк	565	Инвестиционный банк ТРАСТ	383	ING Wholesale Banking	315
4	ING Wholesale Banking Лондон	150	ВТБ (включая VTB Bank Europe)	512	ING Wholesale Banking	184	Инвестиционный банк ТРАСТ	250
5	JP Morgan	110	ING Wholesale Banking	410	Merrill Lynch	164	ФК УРАЛСИБ	100
6	ABN AMRO/ RBS	50	Росбанк	300	Citigroup	150	Ренессанс Капитал	75
7			КИТ Финанс Инвестиционный банк	160	КИТ Финанс Инвестиционный банк	150	Росбанк	50
8			Merrill Lynch	126	Deutsche Bank	115	Depfa Bank	40
9			Банк Москвы	110	АТОН	100	Donau-Bank	40
10			JP Morgan	97	Дрезднер Кляйнворт	85	VTB Bank Europe/ Banco Finantia/ OCBC	7
	Итого по Топ-10			3 612		2 396		1 567
	Итого	1 118		4 090		2 706		1 580

ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ РЫНКА

Специфика рынка кредитных нот, а именно частный характер размещения, стала основным фактором сохранения данного рынка даже в кризисный период. Даже когда рынки еврооблигаций были закрыты, индивидуальный характер работы организаторов помог сохранению «живучести» рынка и проведению единичных сделок. Так, в первом квартале 2008 года из шести эмиссий на $710 млн четыре были CLN на $400 млн.

Рост ставок на 3–4% и выше отпугнул многих заемщиков, планировавших разместить CLN еще в конце 2007 года. Совокупный объем заявленных планов составляет около $4 млрд, из которых только около $1 млрд приходится на банковский сектор. Отметим также, что более половины выпусков кредитных нот уже были с назначенными организаторами, по некоторым уже прошло road show. Но рынок внес свои коррективы, и заемщики перекинулись на рынок синдикаций.

Мы не ожидаем, что новые эмиссии исчезнут с рынка кредитных нот, в силу того что для каких-то эмитентов это, возможно, будет единственная возможность занимать или рефинансировать предыдущие долги. Также можно ожидать роста количества сделок из других стран СНГ с низким страновым кредитным рейтингом. Крупные заемщики хорошего кредитного качества, но с низким рейтингом из-за странового потолка смогут занимать по приемлемым уровням.

Вероятнее всего, рынок продолжит поступательное развитие с некоторыми изменениями, касающимися более сложной работы банков-организаторов по представлению инвесторам того или иного эмитента, и ростом избирательности кредиторов относительно отраслевой принадлежности заемщика. Также, скорее всего, заемщикам придется ориентироваться на более короткие деньги и предоставление залога или на более жесткие ковенанты.

Комментарии

Артур Плауде,
директор по работе на долговом рынке капитала, Альфа-Банк

Какие изменения произошли на рынке переупаковки российского долга после того, как до России докатилась волна мирового финансового кризиса?

Кардинально изменился спрос со стороны инвесторов. Если раньше инвесторы были открыты к риску и готовы покупать практически любые ноты, невзирая ни на факты наличия или отсутствия финансовой отчетности по международным стандартам, ни на кредитные рейтинги, то теперь аппетит к риску серьезно сократился. Инвесторы стали очень внимательно изучать бизнес заемщиков, особенно интересуясь, каким образом генерируется их денежный поток. Многие крайне негативно воспринимают заявления компаний с бизнес-циклом в три-четыре года, что они не видят проблем с прохождением годовой оферты — дескать, инвесторы вряд ли предъявят к погашению большой объем бумаг, а если и предъявят, на рынке всегда можно найти рефинансирование.

Между тем, доходность бумаг российских эмитентов на местном рынке еще не дошла до уровня, который был бы интересен иностранным инвесторам. В других развивающихся странах, скажем, в Латинской Америке, компании с сопоставимым уровнем риска предлагают большую доходность, и поэтому глобальные игроки предпочитают вкладывать деньги именно в эти инструменты. Многие иностранные инвесторы в приватных разговорах говорят, что их интересуют сделки с доходностью 15% годовых и выше. Большинство наших эмитентов еще не готово идти на такие условия — хотя бы потому, что на местном рынке они могут найти деньги гораздо дешевле. В этом плане примечательно размещение на внешнем рынке рублевых кредитных нот компании ЮТК, которое обошлось ей дороже, чем возможная стоимость аналогичного облигационного займа на местном рынке. Вся эта ситуация с разницей в условиях заимствования связана с тем, что мы постепенно, волнами, выходим на тот уровень, который на Западе был достигнут еще в середине прошлого года одним резким скачком. Именно поэтому мы рекомендуем всем, кто намерен привлечь финансирование на долговом рынке, не ждать улучшения ситуации и возврата прежних времен относительно дешевых ставок, а занимать деньги на рынке уже сейчас — какими бы дорогими они не казались на первый взгляд. Через полгода ставки наверняка будут еще выше, поскольку мы еще не увидели признаков формирования локального дна на нашем рынке.

Можно ли говорить о том, что количество участников сделок с кредитными нотами серьезно уменьшилось?

Я бы не сказал, что количество участников сделок с кредитными нотами как-то резко уменьшилось. Просто для прозрачных заемщиков увеличилась стоимость заимствований на 200–500 б.п. А что касается третьего эшелона, то тут вопрос уже не в цене. После переоценки рисков рынок для некоторых компаний фактически оказался закрыт.

Какие отрасли в плане выпуска CLN пользуются у инвесторов наименьшим спросом?

Сегодня инвесторы крайне осторожно относятся к компаниям из строительно-девелоперской и финансовой отраслей, а также крайне выборочно инвестируют в бумаги компаний из розничной торговли, рентабельность которых резко снижается в случае роста процентных ставок и удорожания кредитных ресурсов.

Насколько интенсивно на этом рынке сейчас работает ваш банк? Собираетесь ли вы увеличивать свою активность на рынке кредитных нот?

Альфа-Банк давно представлен на рынке CLN. Однако в настоящий момент для нашей основной клиентуры — твердого второго эшелона — дешевле занять деньги на локальном рынке, нежели выходить на рынок кредитных нот, поэтому сейчас мы делаем акцент на работу на российском рынке облигаций. Хотя, безусловно, мы гибко реагируем на любые изменения, и когда ситуация выправится и заимствования с помощью кредитных нот не будут стоить дороже, чем заимствования с помощью выпуска облигаций на внутреннем рынке, обязательно активизируем свою работу на рынке CLN.